

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA I



TESIS DOCTORAL

Uniones monetarias incompletas y crisis de deuda soberana: el caso de España

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Carlos Masip Ordóñez

DIRECTOR

Fernando Luengo Escalonilla

Madrid, 2017

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID



UNIVERSIDAD COMPLUTENSE
MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA I,
POSTGRADO EN ECONOMÍA INTERNACIONAL Y DESARROLLO

-Tesis doctoral-

UNIONES MONETARIAS INCOMPLETAS Y CRISIS DE DEUDA SOBERANA: **EL CASO DE ESPAÑA**

Autor: Carlos MASIP ORDOÑEZ

Director: Fernando Luengo Escalonilla
Profesor Titular de Economía Aplicada. Universidad Complutense de Madrid

MADRID, 2015

A Hugo, Olivia y Martina,
por el tiempo que esta tesis nos tomó prestado
y que ahora prometo devolveros.

Índice

RESUMEN	1
ABSTRACT	3
OBJETO, RELEVANCIA E HIPÓTESIS	5
NOTA METODOLÓGICA.....	11
1- EL DEBATE DEL TIPO DE CAMBIO ÓPTIMO Y LAS ÁREAS MONETARIAS.....	17
1.0 INTRODUCCIÓN. LA UNIÓN MONETARIA COMO SOLUCIÓN DE ESQUINA	19
1.1 VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LAS UNIONES MONETARIAS	24
1.1.1 Ventajas	26
1.1.2 Inconvenientes	34
1.2 LA TEORÍA DE LAS ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS	49
1.3 UNIONES MONETARIAS COMPLETAS E INCOMPLETAS	65
1.4 CONCLUSIONES.....	70
2- DE LA UNIÓN COMERCIAL A LA MONETARIA. LA FORMACIÓN DE UNA UNIÓN MONETARIA NO ÓPTIMA E INCOMPLETA.....	73
2.0 INTRODUCCIÓN.....	75
2.1 LA FORMACIÓN DE LA UEM.....	76
2.1.1 Los objetivos de la UEM.....	84
2.2 EL DISEÑO INSTITUCIONAL DE LA UEM: LA FORMACIÓN DE UN ÁREA MONETARIA INCOMPLETA.....	95
2.2.1 Coordinación en materia de política económica.....	97
2.2.2 La reforma del marco institucional. ¿Hacia una unión monetaria completa?.....	114
2.3 LA UEM: UN ÁREA MONETARIA NO ÓPTIMA	121
2.4 CONCLUSIONES.....	134
3- DE LA FIJACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO A LA BURBUJA INMOBILIARIA; LA UEM COMO FACTOR EXPLICATIVO	135
3.0 INTRODUCCIÓN.....	137
3.1 EL PUNTO DE PARTIDA: LA FIJACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO IRREVOCABLE	141
3.2 LA UEM COMO FACTOR EXPLICATIVO EN LA REDUCCIÓN DE LOS COSTES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO.....	147
3.3 UEM E INCREMENTO DEL CRÉDITO	153
3.4 CRÉDITO BARATO Y BURBUJA INMOBILIARIA EN ESPAÑA	164
3.5 MECANISMOS DE TRANSMISIÓN ENTRE LA MONEDA ÚNICA Y EL AUMENTO DEL CRÉDITO	171
3.5.1 La influencia de la UEM en el desarrollo de la financiación estructurada.....	174

3.5.2 <i>El papel de la financiación estructurada en la burbuja inmobiliaria</i>	183
3.6 CONCLUSIONES.....	190
4- DEL ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA A LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA, EL PAPEL DE LA UEM	191
4.0 INTRODUCCIÓN.....	193
4.1 EL ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA.....	194
4.2 DEL ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA A LA CRISIS BANCARIA	202
4.3 CRISIS DE DEUDA SOBERANA.....	210
4.4 LA IMPORTANCIA DEL CARÁCTER INCOMPLETO DE LA UEM EN LA CRISIS.....	227
4.4.1 <i>Ausencia de un prestamista de última instancia</i>	228
4.4.2 <i>Ausencia de transferencias entre países</i>	244
4.5 ÁREA MONETARIA NO ÓPTIMA Y SU PAPEL EN LA CRISIS	251
5- CONCLUSIONES	257
APÉNDICES	269
APÉNDICE I-TABLAS.....	271
APÉNDICE II- ACRÓNIMOS.....	289
APÉNDICE III- ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS.....	291
BIBLIOGRAFÍA	297

Resumen

Uniones Monetarias Incompletas y Crisis de Deuda Soberana: el Caso de España.

Esta tesis doctoral analiza el papel de la UEM en la formación de la burbuja crediticia en España, en su estallido y en su transformación en una crisis de deuda bancaria, en primera instancia y, posteriormente, en una crisis de deuda soberana.

Para ello se plantean dos hipótesis principales. La primera, que la creación de la UEM fue un factor determinante en la formación de la burbuja inmobiliaria en España, cuyo estallido derivó en una profunda crisis financiera a partir del año 2008. En este sentido, los datos aportados indican que la instauración de la moneda única produjo una convergencia acelerada de los tipos de interés pagados por los agentes privados de las economías de la zona euro. En el caso particular de España, los análisis llevados a cabo revelan la existencia de una relación exponencial entre esta bajada de los tipos y el aumento del crédito. Se muestra, además, cómo el incremento de la financiación disponible no tuvo un reflejo igual en todos los sectores de la economía española, siendo el residencial el que creció de manera más significativa, lo que fue posible gracias al papel de la UEM en la rápida integración de los mercados financieros. Para respaldar esta afirmación se presentan datos que revelan el desarrollo de los productos de financiación estructurada en el seno de la moneda única, y su papel en el aumento del crédito y, en particular, en el crecimiento de la financiación a particulares para la compra de vivienda.

En este escenario de fuerte dependencia de los mercados de capitales se produjo una interrupción brusca de los mismos, lo que permite plantear la segunda de las hipótesis. Esto es, que la pertenencia a la unión monetaria, unida al carácter incompleto de ésta y a la ausencia de las características propias de un área monetaria óptima, agravaron los efectos de la crisis financiera internacional provocando su transformación en una crisis de deuda soberana en España,

entendida ésta como el incremento de los costes de financiación pública hasta niveles insostenibles.

El carácter incompleto de la UEM es responsable de esta transformación por varias vías. En primer lugar, la ausencia de mecanismos paneuropeos de supervisión bancaria permitió que se alargase innecesariamente el proceso de reconocimiento de activos problemáticos en manos de los bancos españoles, a lo que se unió la ausencia de sistemas de resolución bancaria provocando que el coste de la intervención en el sistema financiero recayera sobre las finanzas públicas. En segundo lugar, por las políticas llevadas a cabo durante la etapa recesiva por parte de los órganos de decisión de la moneda única que tuvieron un impacto directo sobre el coste de financiación de los déficits públicos y, en última instancia, sobre el sentimiento inversor respecto al compromiso con el proyecto de unión monetaria. A este respecto es especialmente relevante la negativa del BCE a intervenir de manera decidida en los mercados de deuda soberana durante la crisis, la ausencia de mecanismos de emisión de deuda con garantía paneuropea y la falta de mecanismos automáticos de estabilización entre países.

En lo relativo al efecto de la ausencia de las características propias de un área monetaria óptima en el desarrollo de la crisis, las conclusiones que se extraen son algo más ambiguas. Por un lado, en base al análisis llevado a cabo puede afirmarse que la UEM no conformaba un área monetaria óptima. Este hecho se puso de manifiesto durante la fase recesiva en la que no se produjeron los ajustes automáticos descritos por la teoría clásica. Sin embargo, aunque la zona euro se hubiese comportado como un área monetaria óptima y se hubiese producido una importante transferencia de mano de obra, no está claro que esto hubiese sido suficiente para equilibrar los efectos de la interrupción brusca de capitales. Por tanto, al contrario de lo que ocurre con desarrollo institucional incompleto de la moneda única, no puede afirmarse que el carácter no óptimo de la unión monetaria influyese en el desarrollo de la crisis de deuda soberana.

Abstract

Incomplete Monetary Unions and Sobering Debt Crisis: the Case of Spain.

The aim of this PhD dissertation is to analyze the role of the Economic and Monetary Union (EMU) in the Spanish's credit bubble built up, in its burst and in its transformation into a financial debt crisis, at first, and lastly into a debt sovereign crisis.

To do so, the PhD lays out two hypotheses. The first one is that the UEM was a driving factor in the real estate boom in Spain, which burst derived in a deep financial crisis since 2008. The dataset presented in the paper indicates that the single currency caused a rapid convergence of interest rates paid by the private sectors of the European economies. In the case of Spain, the analysis reveals the existence of an exponential relationship between interest rates fall and the increase of outstanding credit. It also reveals that cheaper funding didn't have an equal impact on every sector of the Spanish economy, being the residential one where indebtedness increased faster. This was possible due to the role of the EMU in the deep integration of financial markets. To support these arguments, the paper provides data which shows the fast development of structured financial products in the aftermath of single currency, and its effect on credit growth, in particular to finance residential mortgages.

In this scenario of strong capital markets dependency the sudden stop of financial flows allows to lay out the second hypothesis, which states that the euro membership, together with its incomplete character, and the absence of optimum currency area characteristics, worsened the effects of the international financial crisis turning it into a sovereign debt crisis in Spain, as reflected by unsustainable levels of the public funding costs.

The incomplete character of the EMU made this transformation possible for various reasons. Firstly, because European supervision mechanisms' weakness caused an unnecessary delay of problematic assets recognition in the Spanish financial sector, which together with the absence of bank resolution schemes made the cost of the financial sector bailout to impact public sector finances. Secondly, due to single currency governing bodies policies put in place during the recessionary phase, which had a direct effect on the cost of public debt financing and ultimately on investor sentiment towards monetary union project. At this respect, are especially relevant the ECB's refusal to act resolutely on the sovereign debt markets during the crisis, the lack of pan-European debt issuance instruments and the absence of automatic stabilization mechanisms between countries.

The role of absent optimal currency area characteristics in the development of the crisis is not as conclusive. The analysis clearly points out that the EMU was not an optimal currency area, which became evident during the recessionary phase and explains why the automatic adjustments described in the classical theory did not take place. What isn't clear is the capacity of those adjustments to facilitate the return to equilibrium. Even if the euro zone had reacted as an optimal currency area with a significant transference of labor forces between countries, it is not clear that this would have been enough to balance the effects of the capital flows disruption. Therefore, as opposed to the conclusions reached for the incompleteness of the single currency, it can't be confirmed that the sovereign debt crisis was influenced by the lack of optimal currency union characteristics.

Objeto, relevancia e hipótesis

Objeto, relevancia e hipótesis

Esta tesis doctoral tiene por objeto el estudio de la relación existente entre las uniones monetarias incompletas¹ y las crisis de deuda soberana. Para llevarlo a cabo se analiza el caso concreto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y su papel en la crisis de deuda soberana que sufrió la economía española entre los años 2010 y 2014.

Lo que se pretende poner de manifiesto es que las características propias de la UEM influyeron en la aparición de las tensiones de deuda de los países periféricos del euro en general, y de España en particular. Para ello se analiza en profundidad el papel de la unión monetaria en la formación de la burbuja crediticia, en su estallido y en su transformación en una crisis de deuda bancaria, en primera instancia, y posteriormente en una crisis de deuda soberana.

Para poder afrontar dicho análisis, es clave entender cuáles son los mecanismos económicos que gobiernan el funcionamiento de las uniones monetarias. Por ello, se realiza un repaso a las principales teorías económicas que han abordado su comportamiento, y el de los tipos de cambio fijos, entre los que se puede englobar a éstas. El objeto de dicho análisis es entender las ventajas y los inconvenientes de la adopción de una moneda única respecto a otras soluciones cambiarias. También se pretenden comprender los mecanismos de autocorrección ante la aparición de desequilibrios asimétricos existentes en el contexto de una moneda única, y las características que deben cumplir un conjunto de economías para que estos ajustes automáticos puedan producirse.

Se aborda, además, la temática del diseño institucional como mecanismo corrector

¹ Por uniones monetarias incompletas se entienden aquellas que carecen de unión fiscal, bancaria y de mutualización de las emisiones de deuda.

de las carencias estructurales de un conjunto de países unidos bajo una misma moneda cuando éstos no conforman un área monetaria óptima. Por ese motivo, se analiza, en detalle, el diseño institucional de la UEM y las condiciones que se exigieron a los países miembros para acceder a la misma.

El desarrollo de los mercados financieros en el seno de la UEM jugó un papel principal en la formación de la burbuja crediticia. Por ello, se realiza un estudio pormenorizado del comportamiento de los mercados de capitales y de los productos de financiación estructurada desde la introducción del euro, y su papel como canal de transmisión entre ésta y el aumento del crédito.

La elección del tipo de cambio es una de las decisiones de política económica más importantes que toma un país y, como era de esperar, la formación de la unión monetaria ha alterado los designios de las economías europeas que la adoptaron desde antes, incluso, de su introducción definitiva. Por tanto, entender los efectos de la moneda única sobre diversos aspectos de la economía española es fundamental para explicar el comportamiento de ésta durante los últimos 16 años.

Tampoco es posible entender las soluciones aportadas para combatir la crisis sin profundizar en el estudio de la estructura institucional de la UEM. No pueden entenderse en toda su extensión los desatinos en las recetas económicas puestas en marcha para afrontar la crisis si no se examinan las raíces de la misma que, lejos de estar motivadas por los desequilibrios del sector público, se asientan en el diseño mismo de la unión monetaria, y en sus mecanismos de funcionamiento. Sin dicho análisis, tampoco se entenderían los peligros de una incipiente recuperación basada en el retorno del crédito, pero que ahonda, y no resuelve, los desequilibrios existentes. Una salida de la crisis que repita errores del pasado no supondrá una recuperación sólida, sino la antesala de una futura crisis.

En definitiva, sin entender los mecanismos que gobiernan las uniones monetarias incompletas, entre las que se incluye la UEM, no pueden explicarse, ni la formación de la burbuja crediticia, ni su estallido, ni su transformación en una crisis de deuda soberana. Conocer el papel de la unión monetaria, y de su diseño, en la crisis es también fundamental para entender qué elementos de la construcción institucional deben ser modificados para impedir una nueva oleada de desequilibrios financieros en la zona euro.

Aunque esta tesis se centra en el caso concreto de la UEM, la relación entre la integración monetaria y la aparición de crisis de deuda soberana es de especial relevancia, no solo para los actuales miembros de la eurozona, sino de cara a la posible formación de futuras uniones monetarias en otras regiones. También es importante para abordar el debate sobre la conveniencia o no de que otros países miembros de la Unión Europea (UE) pasen a formar parte de la moneda única.

En este contexto, la primera hipótesis que se pretende contrastar es que la creación de la UEM fue un factor determinante en la formación de la burbuja inmobiliaria en España, cuyo estallido derivó en una profunda crisis financiera a partir del año 2008. La segunda es que la pertenencia misma a la unión monetaria, unida al carácter incompleto de ésta y a la ausencia de las características propias de un área monetaria óptima agravaron los efectos de la crisis provocando su transformación en una crisis de deuda soberana en España.

Para fundamentar ambas hipótesis, esta tesis se divide en cuatro capítulos. El primero sirve para establecer el marco teórico que aborda el estudio de los tipos de cambio. En él se introduce el debate de las ventajas y desventajas de la formación de una unión monetaria respecto a otras soluciones cambiarias. Con ello se pretende abrir el interrogante sobre la idoneidad de la integración monetaria respecto a otras soluciones cambiarias, dadas las circunstancias y características de los países

miembros de la UEM. En el segundo se resumen los principales hitos de la formación del euro y de sus instituciones. Se quiere responder así a la pregunta de si los países miembros de la UEM reunían, en el momento de su formación, las características propias de un área monetaria óptima y si el diseño de ésta podría calificarse como incompleto. En el capítulo tercero se realiza un análisis descriptivo sobre los efectos de la moneda única en la formación de la burbuja crediticia y en su estallido. Este análisis busca responder a la pregunta de si la formación de la UEM facilitó el aumento del crédito y qué canales lo hicieron posible. El último capítulo aborda el estallido de la burbuja y su conversión en una crisis de deuda soberana. Se busca entender con ello si el carácter incompleto y no óptimo de la unión monetaria contribuyó a la transformación de la crisis financiera en una crisis de deuda soberana.

Nota metodológica

Para contrastar las hipótesis enunciadas anteriormente, se lleva a cabo un análisis descriptivo siguiendo la metodología que se resume a continuación.

La secuencia temporal se divide en tres grandes bloques relacionados con las diferentes fases de la formación de la UEM y con la aparición de la crisis financiera internacional.

El primero transcurre en los años anteriores a la puesta en marcha de la tercera fase de la UEM, esto es, a la adopción definitiva del euro en enero de 1999. En el estudio del comportamiento de las diferentes variables durante esta etapa, el horizonte temporal se remonta en el tiempo tanto como lo permitan las series estadísticas disponibles, o tanto como se crea necesario para conferir poder explicativo al análisis. Por ese motivo, la secuencia temporal previa a 1999 no cubre necesariamente el mismo periodo en todas las secciones.

El segundo bloque transcurre entre la fijación irrevocable de los tipos de cambio y el estallido de la crisis financiera internacional en 2008. Se establece el comienzo de la crisis en ese año, ya que las consecuencias del estallido de la burbuja *subprime* en Estados Unidos se dejan notar definitivamente en Europa en ese ejercicio que, además, coincide con la quiebra de Lehman Brothers.

El tercero transcurre en el periodo comprendido entre los años 2008 y 2014. En algunas secciones este periodo de crisis se subdivide en dos para distinguir los años de la crisis financiera, de los años de la crisis de deuda soberana que se extiende a lo largo de los años 2010 a 2014.

España es el objeto último de estudio de esta tesis, como ha quedado enunciado en las hipótesis iniciales. Sin embargo, para contrastar la influencia de la formación de la UEM en determinadas variables, en ocasiones, es necesario realizar una

comparación sobre el comportamiento de éstas en diferentes países o grupos de países.

El objetivo de dicha comparación es intentar demostrar que los efectos derivados del ingreso en la unión monetaria no se producen de manera aislada en el caso español. Esto permite apuntalar la relación de causalidad entre el ingreso en la moneda única y, por ejemplo, el abaratamiento de los costes de financiación, al contar con un número mayor de evidencias empíricas.

Dentro de la UEM el grupo de países analizados lo componen los once que integraron la UEM en un primer momento, más Grecia, que ingresaría en la moneda única dos años más tarde. Por tanto, a no ser que se haga una mención específica a la totalidad de los países que integran hoy en día la UEM, siempre que se alude a los miembros de la zona euro, se entiende que se hace referencia a los doce países mencionados.

Para apoyar la hipótesis de los efectos de la formación de la UEM en el crédito, los países referidos anteriormente se agrupan en dos bloques. Bajo la denominación de países periféricos del euro se engloba a España, Italia, Irlanda, Grecia y Portugal. Por su parte, en la categoría de países centrales incluye a Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica, Austria y Finlandia. Luxemburgo se excluye del análisis, en ocasiones, por el tamaño y las particularidades de su economía.

Para estudiar una determinada variable, el primer análisis que se lleva a cabo se centra en el comportamiento de ésta en la periferia respecto al centro. Cuando es necesario, también se analiza el comportamiento relativo de la periferia del euro respecto a otras economías cuyas divisas están consideradas como monedas de

reserva, en concreto Estados Unidos, Japón y Reino Unido². No se tiene en cuenta el caso del franco suizo al entender que su estructura económica es muy particular y el comportamiento de su economía se encuentra correlacionado con el de los países centrales del euro.

Del estudio de la evolución de una variable a nivel agregado se pasa al análisis de su comportamiento para el caso español. En ocasiones, los análisis de los efectos de segundo orden, como el incremento del crédito que se deriva de la caída de los costes de financiación, se circunscriben solamente al caso de español.

El estudio del conjunto de variables que se describen a continuación se aborda a lo largo de una secuencia temporal. Esto es, se estudia su comportamiento en diferentes momentos y el efecto que éstas tienen sobre otras en cada uno de ellos. Esto permite construir una secuencia lógica entre la aparición de un evento, ya sea la formación de la UEM o la crisis financiera, el comportamiento de una variable y los efectos en cascada que ésta tiene sobre diferentes aspectos de la economía.

Dada la multitud de factores que contribuyen a la evolución de algunas de estos parámetros, es difícil construir un modelo regresivo robusto que permita controlar estos factores y arrojar luz sobre la influencia aislada del ingreso en la moneda única sobre la evolución de tipos de interés o el crédito, por ejemplo. Por ello, a falta de un análisis econométrico, lo que se pretende es realizar un estudio exhaustivo de la evolución de las diferentes variables en las distintas fases de construcción de la moneda única.

² Se entiende por moneda de reserva aquella que es utilizada por diferentes agentes económicos, principalmente gobiernos e instituciones multilaterales, como parte de sus reservas internacionales en divisas. En general, esto permite que las economías en las que la divisa nacional es una moneda de reserva se financien a tipos de intereses menores.

La primera variable que se analiza es el **tipo de cambio** de la peseta y otras monedas europeas en la etapa previa a la formación del euro. La intención del análisis es entender si existía volatilidad en el tipo de cambio antes de la formación del euro que justifique la una huida hacia una solución de esquina dentro del espectro cambiario.

El siguiente estudio se centra en el comportamiento de los **tipos de interés**, a medida que se acerca la fijación irrevocable de los tipos de cambio. Para ello, se comienza por entender el comportamiento de los tipos de interés aplicados por los bancos centrales en la etapa previa a la unión monetaria, para estudiar a continuación los tipos de interés aplicados en el mercado interbancario. En el caso de España en particular, se describe el comportamiento diferencial de los tipos de interés atendiendo a su finalidad. Esto se considera relevante para el estudio, ya que la caída de éstos, más pronunciada de éstos en unas actividades que en otras, explica la aparición de la burbuja crediticia en unos sectores y no en otros.

Para entender el comportamiento de estas variables se toman medias de las series temporales más amplias disponibles y se analizan periodos de igual duración antes y después de la entrada en vigor del euro. Lo que se pretende es evitar que un hecho puntual pueda afectar el comportamiento de una variable. Se entiende que si el periodo de tiempo analizado es suficientemente amplio, las influencias a corto plazo quedan diluidas.

La siguiente variable de estudio es la evolución del **crédito** en la economía española. En este caso se analiza la relación entre la caída de los tipos y el aumento de éste. También se establece la relación entre el aumento del crédito y el crecimiento económico en fases expansivas anteriores. Se quiere así entender si durante la era euro se produjo un aumento del crédito superior a otras fases expansivas del ciclo anteriores. Se analiza con particular detalle la evolución del endeudamiento en el sector hipotecario español.

Para comprender el mecanismo transmisor entre la formación de la UEM y el aumento del crédito disponible, se analiza el papel de la **financiación estructurada**. Para ello se realiza un análisis detallado de su comportamiento antes y después de la formación del euro. También se estudia la correlación entre las emisiones de deuda estructurada y la evolución de los desequilibrios en la economía española. Con este fin, se realizan ejercicios de correlación entre diferentes variables, tales como el crédito a sectores residentes, o el déficit por cuenta corriente y el volumen de emisión de bonos estructurados.

La siguiente relación de causalidad que se pretende establecer es la de la formación de la UEM y el **coste de financiación soberano**, donde se recurre nuevamente a una comparativa entre países y regiones antes de estudiar el caso particular de España. Lo que se quiere resaltar es que la formación del euro contribuye a homogeneizar los costes de financiación entre los diversos miembros de la UEM en una primera fase. De la misma manera, esto ayuda posteriormente a explicar que expectativas de una posible ruptura de la moneda única tuvieron efectos sobre la prima de riesgo.

Para evaluar el carácter incompleto de la UEM, se investiga el papel de las deficiencias institucionales sobre la transformación del estallido de la burbuja crediticia en una crisis de deuda soberana. Para llevarlo a cabo, se analiza la evolución de los costes de endeudamiento público durante la etapa de crisis en España y en la periferia europea en relación a los países centrales del euro. También se realiza una comparativa de la relación existente entre los costes de emisión de deuda pública y el déficit de las administraciones públicas en varios países cuya divisa es una moneda de reserva y que conforman una unión monetaria completa.

Se completa esta reflexión con una estimación sobre el coste de la política de compra de bonos estructurados por parte del banco central sobre las arcas públicas. También se analiza cuál habría sido el comportamiento de la economía española si la deuda pública hubiese podido financiarse a los tipos de interés pagados por

Alemania durante ese período.

La última sección aborda el carácter no óptimo de la UEM analizando el comportamiento del **empleo** en España en comparación con otras economías europeas y la transferencia de mano de obra entre España y los países centrales del euro. Se escoge esta variable ya que, como se detalla en el siguiente capítulo, el carácter óptimo de una unión monetaria, de acuerdo a la teoría clásica, viene determinado por la movilidad de sus factores, especialmente el empleo.

1- El debate del tipo de cambio óptimo y las áreas monetarias

1.0 Introducción. La unión monetaria como solución de esquina

El debate sobre la conveniencia de adoptar una moneda única se encuadra en el marco teórico que estudia los tipos de cambio óptimos y que evalúa las ventajas y desventajas de unos sistemas respecto a otros. Los planteamientos teóricos formulados en diferentes momentos han tenido su reflejo en las soluciones cambiarias adoptadas por distintos países y regiones a lo largo del tiempo.

Antes de la caída del sistema de Bretton Woods en 1973, la mayor parte de los países tenían regímenes cambiarios de tipo fijo³. Su mantenimiento necesitaba de la existencia de controles de capitales para impedir que estos financiaran los desequilibrios de la balanza de pagos y generaran inestabilidad. Los problemas derivados del sistema de Bretton Woods provocaron la aparición de las primeras voces en defensa de los tipos de cambio flexibles, Friedman (1953), entre otros.

La adopción de tipos de cambio flotantes en la primera mitad de los 70 respondió al deseo de solucionar el conflicto entre equilibrio interno (pleno empleo con estabilidad de precios) y la sostenibilidad del balance externo, que había surgido durante la vigencia del sistema anterior. Además, la creciente movilidad de capitales había mermado la capacidad de las autoridades para defender el tipo de cambio, de forma que la flotación parecía ser la respuesta adecuada frente a las presiones especulativas.

³ El sistema creado en Bretón Woods estableció un régimen de tipo de cambio fijo en relación al dólar y un precio invariable de éste respecto al oro. Los países miembros mantenían sus reservas principalmente en forma de oro o dólares, y podían vender sus dólares a la Reserva Federal de los Estados Unidos a cambio de oro al precio fijado.

Pero ya a mediados de la década de los 80, un buen número de economistas y casi todos los responsables de hacer política empezaron a mostrar su escepticismo sobre los beneficios de un sistema de tipos de cambio flotantes, volviendo a optarse por tipos de cambio más rígidos. La aparición de las crisis financieras de segunda generación, a principios de la década de los noventa, en las economías que habían optado por la rigidez volvió a reavivar el debate sobre el tipo de cambio óptimo, Edwards (2000).

A partir de entonces se ha tendido hacia el establecimiento de tipos de cambio extremos. Así, en las últimas décadas, los regímenes cambiarios se han ido polarizando hacia lo que se conoce como soluciones de esquina, Levy Yeyaty (2001)⁴. Esto es, regímenes de tipo flotante o fijo, desechándose las soluciones intermedias. Aunque este autor habla de países en desarrollo, otros apuntan en la misma dirección para el caso de los países desarrollados. Por ejemplo, Summers (2000) señala que las economías con un acceso apropiado a los mercados internacionales de capitales deben abandonar los tipos de cambio intermedios y optar por un tipo de cambio flexible, o alternatively, por un tipo de cambio fijo apoyado, si fuera necesario, por la renuncia a la política monetaria.

En la mayoría de los casos, la solución adoptada ha sido la libre flotación de la moneda, aunque también se han elegido otras soluciones, como los regímenes cambiarios superfijos. Estos últimos abarcan un amplio abanico que va desde la adopción de una moneda única, caso de la UEM, o la dolarización en algunos países de América latina, a las juntas monetarias o *currency boards*.

⁴ Según se muestra en Levy Yeyaty (2001), las economías emergentes que en los años noventa se abrieron a los mercados de capitales han optado crecientemente por las “soluciones de esquina”, mientras que los países que se encuentran protegidos por controles de capitales no muestran una preferencia clara hacia un tipo u otro de régimen cambiario.

En esta tesis se entiende la formación de la unión monetaria como otra solución más de esquina, dentro de ese proceso de polarización de los tipos de cambio en la búsqueda de un sistema cambiario con mayores beneficios y menores desventajas.

En la actualidad, los tipos de cambio de las principales monedas que constituyen monedas refugio (principalmente el dólar de Estados Unidos, el euro, la libra inglesa y el yen japonés) fluctúan libremente. Algunos países industriales de tamaño mediano también tienen regímenes de flotación basados en criterios de mercado mientras que otros países, entre ellos países europeos que no forman parte de la zona del euro, han adoptado paridades más rígidas.

En los países en desarrollo y en transición se observa una gran variedad de soluciones, pero en la mayoría de los casos la tendencia es adoptar mecanismos más flexibles⁵. Esta tendencia se explica por la progresiva eliminación de los controles de capital en un proceso de financiarización de la economía mundial que ha facilitado que los flujos de capital internacional financien los desequilibrios externos⁶. Esto ha generado una mayor vulnerabilidad al sentimiento de los mercados, lo que ha derivado en requisitos más estrictos para el mantenimiento de los tipos de cambio fijos fruto de la mayor movilidad del capital, Calvo (1998).

En este contexto de polarización de las soluciones cambiarias, es donde se engloba la formación de la UEM. La adopción de una moneda única por parte de los países europeos puede interpretarse como la elección de una solución de esquina en

⁵ Calvo (2000), argumenta que esos regímenes flotantes no lo son en realidad, sino que se asemejan más a anclajes blandos o *soft pegs*.

⁶ Utilizando una clasificación muy amplia que agrupa a todos los regímenes que se encuentran entre la flotación y las anclas duras (juntas monetarias, dolarización) como regímenes intermedios, en 1975 el 87% de los países en vías de desarrollo tenían un tipo de cambio “intermedio” mientras que en 1996 dicha proporción no alcanzaba al cincuenta por ciento, García (2003). A día de hoy, y de acuerdo al *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* del FMI, dicha proporción se ha reducido al 43%.

respuesta a las debilidades que acabó mostrando el Sistema Monetario Europeo (SME)⁷.

Esta categorización de las uniones monetarias como tipo de cambio superfijo es uno de los axiomas claves a la hora de entender su comportamiento desde un punto de vista teórico y poder evaluar sus ventajas e inconvenientes como solución cambiaria.

Las monedas únicas, como los tipos de cambio fijos, influyen en las expectativas de los agentes económicos sobre el comportamiento de la masa monetaria, Dornbusch (1988). También suponen un abandono de la independencia de la política monetaria y tienen implicaciones sobre el uso de la política fiscal. Las uniones monetarias están, asimismo, expuestas a crisis de liquidez, De Grauwe (2011), por los mismos motivos que lo están los tipos de cambio fijos.

Sin embargo, hay autores como Collignon (2013) que ponen el acento en las diferencias entre los tipos de cambio fijos y las uniones monetarias, al considerar a estas últimas como uniones de pago. El argumento utilizado es que en los tipos de cambio fijo existe un intercambio de monedas que no se produce en las áreas monetarias, lo que requiere del acceso a reservas internacionales por parte del banco central. Por el contrario, según este autor, en una unión monetaria el equivalente a la disposición de reservas internacionales es el acceso a la liquidez que provee el banco central. Esta distinción, si bien es válida, no desmonta el argumento de las similitudes entre los tipos de cambio fijos y las uniones monetarias. Al contrario, lo que permite plantear es que cuanto menos completa sea una unión monetaria porque, por ejemplo, el banco central no actué como prestamista de última instancia, más se parecerá ésta a un tipo de cambio fijo. Por el contrario,

⁷ El Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) establecido en el marco del SME puede categorizarse como régimen intermedio. El MTC consistía en un tipo de cambio fijo con bandas de fluctuación ajustables o *adjustable pegs*. Por lo tanto estaba expuesto a ataques especulativos por falta de compromiso de las autoridades monetarias de los países integrantes del SME.

cuanto mayor sea la integración a todos los niveles, más difícil será establecer dicha similitud. El propio Collignon (2013) sugiere que a nadie se le ocurriría catalogar a los Estados Unidos como un país con tipo de cambio fijo entre estados, ejemplo que sostiene la idea de que cuanto mayor es la integración en un área monetaria menos se parece ésta a un tipo de cambio fijo y viceversa.

Una vez categorizadas las uniones monetarias incompletas dentro del espectro cambiario y como parte de la tendencia a la adopción de soluciones de esquina, en el primer apartado de este capítulo se hace un repaso a las corrientes de pensamiento que abordan el estudio de la idoneidad del tipo de cambio. También en este apartado se estudian las ventajas y los inconvenientes de la adopción de paridades rígidas, entre las que se incluyen las uniones monetarias. Este estudio servirá para respaldar el debate sobre si la formación de la UEM era un estadio ineludible de la unión comercial, pues sus ventajas sobrepasaban claramente a sus inconvenientes.

En el apartado segundo, se aborda la conveniencia de adoptar una unión monetaria como solución cambiaria atendiendo a las características económicas de los países que la integran. Para ello, se han escogido las contribuciones de la teoría de las áreas monetarias óptimas. Este análisis servirá en el capítulo segundo para evaluar la conveniencia de la moneda única como solución cambiaria dadas las características de los países fundadores de la UEM.

Para finalizar, en el apartado tercero, se desgranar los aspectos que debe cumplir una unión monetaria para ser caracterizada como completa desde un punto de vista teórico.

1.1 Ventajas e inconvenientes de las uniones monetarias

La literatura sobre la elección del tipo de cambio óptimo se ha centrado en diferentes aspectos para evaluar la conveniencia de adoptar distintos regímenes. Los desarrollos teóricos han abordado aspectos que van desde la estructura económica a la credibilidad de la política monetaria pasando por la probabilidad de que aparezcan crisis financieras según el régimen cambiario escogido.

El enfoque clásico de la teoría de las áreas monetarias óptimas se basa en estudiar cómo el tipo de cambio permite hacer frente a perturbaciones de la balanza de pagos dependiendo de las características de sus economías, Mundell (1961)⁸. Y, por tanto, cual es la solución más apropiada conforme a los rasgos de cada país. Las explicaciones de la teoría tradicional, modelo Mundell-Fleming, también abordan la conveniencia de un tipo de cambio u otro atendiendo a la naturaleza de los shocks a los que está expuesta la economía y no solo a las características de ésta, enfoque al que también contribuye Fisher (1974).

Una segunda corriente teórica que aborda el análisis de los tipos de cambio enfatiza la importancia del equilibrio entre la credibilidad y la flexibilidad de los mismos Dornbusch (1988), Giavazzi and Pagano (1988) o (Edwards, 1993)⁹. Este enfoque se centra en el papel de la política cambiaria sobre las expectativas de los agentes económicos y de éstas sobre las dinámicas inflacionistas.

Otros autores como Eichengreen (2001); Calvo y Reinhart (2000), Hausmann, Panizza, y Stein, (2001); Rogoff et al (2003) o Levy-Yeyati y Sturzenegger (2003), se

⁸ Las contribuciones de Mundell fueron posteriormente desarrolladas, como se analiza en el apartado segundo de este capítulo, por varios autores entre los que destacan McKinnon (1963), Kenen (1969), Corden (1972) o Ingram (1973).

⁹ Para una revisión de los autores que previamente abordaron el papel de las expectativas ver Persson, T. (1987).

centran en la correlación existente entre regímenes cambiarios y la probabilidad de que aparezca una crisis financiera. Para ello estudian la relación entre el tipo de cambio y la capacidad de fijar la política monetaria, el aumento de la fragilidad del sistema bancario ante una devaluación, la composición de la deuda externa, el comportamiento de las entradas de capital y su composición, y la evolución del tipo de cambio real y de la competitividad.

Es importante señalar que la mayoría de los estudios que abordaron la cuestión cambiaria a lo largo de la década de los noventa y dos mil, se centraban en el estudio del régimen cambiario adecuado para países en desarrollo. Sin embargo, muchas de sus conclusiones pueden ser aplicables al caso de la UEM a pesar de ser ésta una unión monetaria entre países desarrollados que gozaban de acceso a los mercados de capitales y que no sufrían de elevados niveles de inflación. Un ejemplo de lo anterior es el sistema monetario europeo, que también estuvo sujeto a los ataques especulativos en la antesala de la adopción de la moneda única.

Como se ha mencionado anteriormente, las uniones monetarias son una solución cambiaria más dentro del amplio abanico de tipos de cambio existentes. Con esta perspectiva y utilizando las contribuciones anteriormente mencionadas, en las páginas siguientes se reflexiona sobre la idoneidad de la formación de una unión monetaria respecto a la libre flotación de la moneda, atendiendo a las ventajas e inconvenientes que presentan estos dos polos del espectro cambiario. Se cuestiona, básicamente, en qué medida una unión monetaria genera un mayor crecimiento y una mayor estabilidad económica para los países que la integran¹⁰.

¹⁰ Devarajan y Rodrick (1991), realizan un estudio similar para el caso de la zona franco Africana. Los autores llegan a la conclusión de que las mejoras en la contención de precios no compensaron la pérdida en términos de crecimiento. Su reflexión se basa, eso sí, en la asunción de que los países miembros de la zona franco habrían seguido manteniendo una política económica creíble en ausencia de una unión monetaria.

1.1.1 Ventajas

Los tipos de cambio fijos han sido un método comúnmente utilizado para **controlar la inflación**. En este sentido, (Edwards, 1993) aporta datos que muestran que el crecimiento de precios es históricamente menor en regímenes de tipo de cambio fijo que bajo acuerdos monetarios más flexibles.

Una de las estrategias para conseguirlo ha sido la de ligar el valor de la moneda nacional a la divisa de un país con un largo historial en el mantenimiento de los precios. Esta estrategia supone anclar el tipo de cambio al de la otra moneda a un valor fijo de forma que la inflación graveite alrededor de la del otro país, lo que en la literatura económica se conoce como *pegs* o anclajes.

La razón por la que los tipos de cambio fijos influyen en la evolución de los precios está ligada con el efecto que éstos tienen en las expectativas de los agentes que operan en la economía. Los tipos de cambio fijos envían señales claras al mercado sobre el compromiso con el mantenimiento del tipo de cambio y aseguran la independencia de la política monetaria. Esto provoca un cambio en las expectativas de los agentes, lo que favorece la desinflación de precios y salarios, Dornbusch (1988).

La idea central que subyace a la formación de una moneda única es la misma. Las uniones monetarias, además de ser un mecanismo orientado a profundizar las relaciones económicas de los países que la integran o de buscar un mayor crecimiento, son un método de control de la inflación.

Volviendo al papel de los tipos de cambio en la formación de las expectativas, hay que resaltar que, más allá de la credibilidad de la política económica derivada del historial de los países junto a los que se forma la moneda única, el hecho diferencial que afecta al comportamiento de los agentes económicos es el coste del abandono del régimen cambiario.

De acuerdo al mecanismo de compromiso de las autoridades que está en la base de cualquier tipo de cambio no flotante, un gobierno mantendrá a su país dentro de ese sistema cambiario o esa moneda única, en una situación de crisis, en la medida en que el coste del abandono de la misma sea mayor que el beneficio esperado por hacerlo.

Según esto, se entiende que en los tipos de cambio fijos, incluso en los superfijos, como el caso de las juntas monetarias o *currency boards*, el grado de compromiso no es tan fuerte como en las uniones monetarias, ya que pueden ser ajustados o abandonados con un menor coste que en una unión monetaria, que obligaría a la redenominación de activos y pasivos del país a la nueva moneda. Si, como es el caso de las monedas únicas, éste tiene graves consecuencias, tanto económicas como políticas, las autoridades estarán menos dispuestas a que esta salida se produzca. Esto provoca que las expectativas sobre la moderación de precios sean más creíbles aún que en los tipos de cambio fijos.

De hecho, en una unión monetaria, aunque no existan mecanismos para controlar la inflación, los propios países miembros estarán incentivados a mantenerla bajo control. De lo contrario, si un país permite que la inflación se dispare en su economía, el tipo de cambio real respecto a sus socios se apreciaría, la demanda de sus exportaciones caería, la actividad económica se ralentizaría, aumentaría el paro y se reducirían los salarios, pudiendo llegar a obligar a las autoridades a asumir el coste de abandonar el compromiso monetario.

Esa posibilidad de modificar el acuerdo cambiario a lo largo del tiempo supone, de hecho, una de las principales diferencias entre los tipos de cambio fijos y las uniones monetarias. Hay autores que defienden la capacidad de los tipos de cambio fijos para combatir la inflación que también señalan la importancia de mantener el anclaje durante un periodo de tiempo limitado, Eichengreen (1999). Sin embargo, dicha discrecionalidad en el uso del tipo de cambio no está presente en las uniones

monetarias, cuyo abandono supone, irremediablemente, una redenominación de activos y pasivos, que es difícil pensar que no lleve aparejada una profunda crisis financiera. Esta indefinición temporal de las uniones monetarias está en contra de los postulados de Frankel (1999) que argumenta que:

“No hay un único régimen de tipo de cambio idóneo para todos los países o en todos los momentos”.

Más allá del papel de las expectativas, los tipos de cambio fijos también evitan que sus fluctuaciones se reflejen en variaciones en los precios nacionales, García (2003). Este efecto es más relevante cuanto mayor es el grado de apertura de una economía, como se aborda en el apartado tercero al hablar sobre las áreas monetarias óptimas. La menor incertidumbre en precios asociada a los regímenes de tipo de cambio fijos permite tener una tasa de interés real menor, incentivando la inversión y el consumo, lo que podría dar lugar a un mayor crecimiento económico.

Otra ventaja de las uniones monetarias es que **impiden el uso discrecional de la política económica**. Según argumentan Calvo y Reinhart (2000), si un país es incapaz de utilizar su política monetaria para actuar en la economía por falta de credibilidad en la misma, la pérdida del control de ésta derivada de la formación de una unión monetaria no debe suponer un problema para ese país. Si, por el contrario, la política económica goza de credibilidad entre los agentes económicos, la renuncia a actuar sobre las variables monetarias restará capacidad de maniobra a los países que forman parte de la moneda única, desaconsejando la integración monetaria. En otras palabras, si los agentes económicos confían en la política monetaria de las autoridades económicas de un país fijaran sus expectativas de crecimiento de precios bajo la premisa de un aumento moderado de la masa monetaria. Esto permite a las autoridades cierto margen de actuación, haciendo de la política monetaria un instrumento efectivo, al menos, en el corto plazo.

En el capítulo de la política económica, otro argumento comúnmente utilizado en favor de las uniones monetarias es la presunción de que su adopción supone un mayor rigor en la política fiscal. En primer lugar, por la imposibilidad de monetizar la deuda del gobierno. Y, en segundo, porque en una unión monetaria la adopción de políticas fiscales laxas haría insostenible su mantenimiento, y el abandono de la unión monetaria tendría implicaciones más negativas para las autoridades que la contención fiscal.

Otro aspecto a destacar de los tipos de cambio fijo es que **mejoran el acceso a los mercados financieros**. En este sentido, es relevante el papel de la rigidez cambiaria en la capacidad de atender los compromisos de pago de la deuda externa. Muchos de los países que optan por un tipo de cambio fijo lo hacen porque sufren lo que en la literatura se conoce como el “Pecado Original” u *Original Sin*, Hausmann, Panizza, y Stein, (2001), que les impide emitir deuda en su propia moneda.

Esta imposibilidad supone un importante riesgo en presencia de tipos de cambio flotantes puesto que la acumulación de pasivos denominados en una moneda extranjera genera un descalce cambiario con los activos, mayoritariamente ligados a la moneda local. En esas circunstancias, una depreciación de ésta frente a la divisa de referencia en la que está denominada la deuda, hace que el valor de sus activos caiga, al tiempo que el de sus pasivos aumenta, haciendo más difícil el servicio de las obligaciones de pago. La imposibilidad de emitir deuda en sus propias monedas lleva aparejado un mayor coste de financiación para cubrir el riesgo de devaluación. Además, exponen a dichas economías a crisis financieras. En el momento en que los inversores en deuda soberana de un país que ha emitido obligaciones en una moneda diferente a la suya dejan de invertir por miedo a una devaluación de la moneda, se desatará lo que se conoce como una crisis de segunda generación o profecía auto cumplida.

Para evitar estos efectos, una solución adoptada por países que acumulan un elevado porcentaje de deuda denominada en moneda extranjera ha sido la de anclar su moneda a la divisa en la que se han endeudado, incluso cuando oficialmente su moneda flota. Este hecho se conoce como el miedo a flotar o *The Fear of Floating*, Calvo (2000).

Siguiendo esta lógica, una alternativa al anclaje de la moneda para países incapaces de emitir deuda en su propia divisa es formar una unión monetaria que les permita emitir obligaciones en una nueva divisa aceptada internacionalmente. La unificación monetaria puede ser, por tanto, un camino para la redención de dicho “pecado original”.

Sin embargo, es importante señalar que los países que fundaron la moneda única no sufrían de un déficit de acceso a los mercados de capitales, ni se veían obligados a financiarse en moneda extranjera, por lo que, en principio, estaban exentos del mencionado pecado. Lo que sí sufrían los miembros de la futura periferia europea era de unos costes de financiación más elevados que los de sus socios comerciales. Éstos se vieron reducidos una vez que se produjo la unificación monetaria, como anticipaban las propias autoridades europeas para el caso de la UEM¹¹.

En línea con lo anterior, cabe señalar, como una consecuencia derivada de la reducción del riesgo de devaluación asociada a la unión monetaria, la **caída de los costes de financiación**.

Este efecto se produce al homogeneizarse los tipos de interés para todos los países de la unión. El motivo por el que la moneda única influye en los costes de

¹¹ Puede decirse, por tanto, que la integración monetaria única indujo cambios en el tipo de interés, respecto a los que se obtendrían en condiciones de autonomía monetaria, Bohn (2004). Este hecho se aborda en el capítulo tercero.

endeudamiento está ligado con la ecuación de Fisher. Según ésta el retorno esperado de invertir en bonos soberanos está relacionado con la inflación esperada y el tipo de interés real. En presencia de libre circulación de capitales, la última componente sólo dependerá del riesgo de devaluación. Por lo tanto, de una unión monetaria podría esperarse que, tanto el componente de la inflación como el de las expectativas de devaluación tiendan a equilibrarse entre sus miembros, a no ser que exista la percepción de que puede producirse un abandono de la misma, en cuyo caso la componente de la rentabilidad real esperada sería una función de la magnitud de la devaluación en el contexto de redenominación de activos y pasivos¹².

Esta mejora de acceso a la financiación de los agentes domésticos, bajo la premisa de que éste sea canalizado hacia actividades productivas, puede ser netamente beneficioso para la economía.

Otra de las ventajas que se han citado en la literatura es **la mejora de la integración comercial y de la convergencia económica**. Los autores que se muestran más favorables a la formación de uniones monetarias argumentan que éstas ayudan a mejorar la integración comercial entre los países miembros, Rose (2000)¹³. Según este autor, dicho aumento del comercio genera un incremento en la correlación de los ingresos de los países miembros, lo que en el largo plazo supone la convergencia real de sus economías.

El motivo por el que una unión monetaria mejora la integración comercial es que elimina los costes transaccionales entre los países que forman la unión monetaria, al tiempo que la menor incertidumbre sobre los referidos costes facilita el establecimiento de relaciones comerciales a largo plazo entre agentes económicos de distintos países.

¹² Esta idea se desarrolla de manera más extensa en el capítulo tercero al hablar del caso concreto de la UEM.

¹³ Para el caso concreto de la UEM ver Micco (2002).

Según el estudio de Comisión Europea (1990), la caída de los costes transaccionales derivada de la eliminación del riesgo cambiario se produce por dos vías. La primera está asociada a los pagos de los agentes privados de la economía al sector financiero en la forma de comisiones de tipo de cambio. La segunda está relacionada con los costes operativos que deben asumir las empresas transnacionales al operar en diferentes mercados con diferentes divisas.

De todas formas, los efectos anteriores serán más marcados cuanto menos desarrollados estén los mercados financieros en los países que se integran bajo una misma moneda¹⁴. Si éstos tienen la facilidad para contratar permutas entre monedas para eliminar los riesgos en las transacciones comerciales que realizan de manera sencilla y ágil, la unión monetaria no será una precondition para el fomento de las relaciones comerciales.

A este ahorro hay que añadir la mejora en la transparencia derivada de la eliminación del tipo de cambio. Una moneda única permite que los consumidores dispongan de mejor información sobre el precio de un bien en diferentes países dentro de la unión lo que favorece el carácter informativo de los precios y mejora, por tanto, el funcionamiento del mercado interno. De Jonquieres (1990) aborda la influencia de la moneda única en los costes transaccionales y de información. Según el autor, incluso en ausencia de barreras comerciales, el precio de un mismo bien puede divergir hasta en un 100% en ausencia de una moneda común.

Otros autores, como Eichengreen (1992), al hablar de la relación entre las uniones monetarias y el comercio, ponen el acento en un aspecto no necesariamente tan

¹⁴ La Comisión Europea llevó a cabo un estudio, Comisión Europea (1990), en el que estimaba que el ahorro de costos transaccionales derivado de la integración monetaria podía ascender a un 0,4% del PIB. El estudio matizaba que para los países con una mayor integración bancaria el ahorro podría ser menor, en torno al 0,1% del PIB.

positivo, ya que consideran que la integración monetaria, al suponer un aumento del comercio regional, favorece la especialización productiva. En este sentido, Krugman (1993) señala que si bien esta especialización productiva puede generar economías de escala también provoca una mayor concentración de industrias y, por tanto, genera mayor debilidad ante la aparición de desequilibrios asimétricos. Otro aspecto a valorar es que puede generar que cada región se focalice en la producción de bienes de diferente valor añadido provocando, así, el incremento de los desequilibrios productivos que pudieran existir. Por este motivo, es importante que los países que deciden unirse bajo una misma divisa tengan una estructura productiva similar, como se aborda al hablar de las áreas monetarias óptimas. Cuanto más similar sea ésta mayores serán los beneficios de la unión monetaria y viceversa.

En definitiva, un tipo de cambio fijo puede ser beneficioso como método para controlar la inflación y para asegurarse el acceso a los mercados de capitales a un menor tipo de interés, al tiempo que se evitan así los efectos desestabilizadores que las fluctuaciones del tipo de cambio tienen sobre el servicio de la deuda y se reducen los costes transaccionales. De todas formas, es importante resaltar que los países de la UEM no sufrían dinámicas inflacionistas y podían emitir deuda en su propia moneda, por lo que cabe preguntarse cuáles eran los beneficios reales de la integración monetaria más allá de la rebaja de los costes de financiación. Para contestar a esta pregunta, es relevante abordar el análisis de los posibles inconvenientes de la adopción de una moneda única que se realiza a continuación.

1.1.2 Inconvenientes

Las uniones monetarias, a pesar de ser un mecanismo eficaz para la reducción de la inflación, no garantizan que ésta se ajuste en todos los países de igual manera, ni a la misma velocidad, lo que puede generar la aparición o el mantenimiento de diferenciales de inflación.

La existencia de dichos diferenciales en el contexto de una moneda única implica la pérdida de competitividad del país o países que han experimentado mayores niveles de precios. Esto supone una contracción de la demanda externa que, mantenida en el tiempo, es equivalente a los desequilibrios asimétricos que describe la teoría clásica. Además, la incapacidad de llevar a cabo una política monetaria ajustada a las necesidades de cada país miembro, puede impedir una respuesta adecuada por parte de las autoridades monetarias ante presiones inflacionistas de diferente magnitud.

Por otra parte, es discutible que el establecimiento de una moneda única sea el único método eficaz para el mantenimiento de niveles de inflación bajos. Además de los países desarrollados, existen muchos casos de países emergentes con tipos de cambio flotantes, como México o Chile, que mantienen un nivel de precios reducido, Larrain y Velasco (2001).

La incapacidad para recurrir a políticas cambiarias supone, además, que los ajustes del tipo de cambio real tienen que producirse a través de cambios en los precios de los bienes y servicios de un país con respecto a los de sus socios comerciales. O lo que es lo mismo, los desequilibrios en una moneda única necesitarán de una reducción de la inflación del país en problemas con respecto a los socios comerciales para poder reestablecer el tipo de cambio real de equilibrio. Este mecanismo no es automático e implica un largo proceso.

Sobre la ineficacia de la sustitución de los ajustes nominales del tipo de cambio, por ajustes en los precios reales, Friedman (1953) señalaba que:

"El argumento a favor de los tipos de cambio flexibles es, por extraño que parezca, casi idéntico a la discusión para el horario de verano. ¿No es absurdo cambiar el reloj en verano, cuando exactamente el mismo resultado podría lograrse haciendo que cada individuo cambiara sus hábitos? Todo lo que se requiere es que cada uno decida venir a su oficina una hora antes, comer una hora antes, etc. Pero, obviamente, es mucho más sencillo cambiar el reloj que guía todo que tener a cada individuo por separado cambiando su patrón de conducta respecto al reloj, a pesar de que todos quieran hacerlo. La situación es exactamente la misma en el mercado cambiario. Es mucho más simple permitir cambiar un único precio, es decir, el precio de las divisas, que confiar en los cambios en la multitud de los precios que en conjunto constituyen la estructura interna de precios".

Pero si, además, la inflación de los socios comerciales es baja, los precios del país cuyo tipo de cambio real se ha apreciado tendrán que tener una evolución negativa. Esta solución tampoco parece ideal, dados los desequilibrios que crea la deflación sobre la economía, al afectar a las decisiones de inversión de los agentes económicos, generando con ello mayor desempleo y menor crecimiento.

Que los precios se alineen antes de formar la unión monetaria tampoco es garantía de éxito. Este hecho se explica por dos motivos. El primero porque el comportamiento de los precios tiene un elevado grado de inercia, como señala, Edwards (2000), cuando argumenta que:

"Un problema recurrente del uso del tipo de cambio para combatir la inflación – y que no ha sido tenido en cuenta por sus defensores- es que la inflación tiene un elevado grado de inercia"

El segundo, por la existencia de factores de carácter estructural. Entre éstos, quizás el más importante sea el relacionado con los diferenciales de productividad y el distinto peso de los sectores transables y no transables en la economía, lo que se conoce como efecto Balassa-Samuelson¹⁵.

Un elemento a tener en cuenta de las uniones monetarias es que éstas provocan **la pérdida de autonomía en materia de política monetaria**. Como señala la teoría de la trinidad imposible, no se pueden dar de forma simultánea un tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y control sobre la política monetaria. Por ello, en una unión monetaria el gobierno tiene que renunciar al uso de la política monetaria como instrumento de estabilización. Esto no supone que el banco central pierda su capacidad de influir sobre el sistema bancario pero limita los instrumentos de que dispone, especialmente el control del tipo de interés. Por el contrario, en un régimen cambiario de carácter flexible, el tipo de interés se utilizaría para conseguir el equilibrio interno, aumentándolo en épocas de auge para enfriar la economía y reduciéndolo en épocas de crisis para reactivarla. Esto evita que el ajuste se realice a través de variaciones en los precios internos, García (2003).

Otro aspecto negativo de las uniones monetarias es que **pueden generar mayor volatilidad del empleo y del crecimiento**. Bajo la premisa de la rigidez nominal de los precios y salarios a la baja,¹⁶ y dada su insuficiencia como mecanismo corrector,

¹⁵ El efecto Balassa-Samuelson aborda la problemática de la evolución de precios atendiendo a la productividad. Se basa para ello en varios axiomas. El primero es que los aumentos de productividad llevan asociados aumentos de salarios. El segundo es que el incremento en los salarios en el sector de bienes transables producido por un aumento de la productividad de este sector repercutirá también en los sectores no transables de la economía. Por lo tanto, cuando se produzca un aumento de la productividad en el sector de bienes transables el aumento de los salarios asociado se replicará en el sector de bienes no transables. Esto supondrá un aumento de los precios de los bienes no transables para afrontar el incremento salarial.

¹⁶ Para más detalles sobre el efecto de la rigidez salarial en una unión monetaria ver Fahr y Smets (2010).

en caso de un desequilibrio asimétrico, en una unión monetaria la vuelta al equilibrio se realizará, no sólo a través de los precios, sino mediante una reducción de las cantidades producidas llegándose a la deflación sólo tras una prolongada y costosa recesión. En caso de una sobrevaluación significativa de la moneda, el proceso de ajuste requerido puede suponer una reducción de la producción elevada. Además, si estos ajustes en la producción llevan asociados mermas irreversibles en el capital físico y humano, podría producirse un deterioro del potencial de crecimiento a largo plazo.

Siguiendo esta lógica, Edward y Levy Yeyati (2005) destacan que aquellos países con políticas cambiarias más rígidas tienden a amplificar los shocks de términos de intercambio y que, en general, las perturbaciones negativas en estas economías tienen efectos más pronunciados sobre el crecimiento. En esta misma línea, una serie de trabajos empíricos ha sugerido que podría existir una relación entre crecimiento y regímenes cambiarios. Según estas contribuciones, los tipos de cambio fijos estarían relacionados con un menor nivel de crecimiento promedio. Levy Yeyati y Sturzenegger (2003), por ejemplo, llegan a la conclusión de que durante el período posterior a Bretton Woods los tipos de cambio fijos estuvieron asociados a menores tasas de crecimiento del producto y a una mayor volatilidad del mismo en los países en desarrollo¹⁷.

Esta mayor volatilidad del producto también está asociada con la aparición de crisis financieras que pueden ser más frecuentes en el contexto de una moneda única, por varios motivos. Uno de ellos es que las uniones monetarias pueden **aumentar la exposición a los flujos de capitales**. Este problema, que también es común a los tipos de cambio fijos, se agrava si la divisa resultante de la integración se convierte en moneda de reserva.

¹⁷ Los autores llevan a cabo un estudio basado en 183 países durante el periodo 1974-2000 de acuerdo a su régimen cambiario *de facto*.

Como se analizará en el capítulo tercero, una moneda única puede generar un aumento de la demanda de bonos por el simple hecho de estar éstos denominados en una moneda internacionalmente aceptada y, por tanto, facilitar la atracción de capitales. Esta afluencia masiva de capitales puede provocar una apreciación del tipo de cambio real, lo que supone un deterioro de la competitividad y un aumento del déficit comercial. Estos flujos, al ser generadores de deuda, provocan también un deterioro de la balanza de rentas en la que se incluyen los pagos por intereses. La combinación de estos dos efectos motiva un aumento del déficit por cuenta corriente que, a su vez, se financia gracias a la afluencia de dichos capitales.

Pero más importante para el argumento central de esta tesis, es que esta dinámica genera una vulnerabilidad ante un eventual cambio en la dirección de los flujos de capital, lo que aumenta el riesgo de aparición de una crisis financiera, Bustelo (2004)¹⁸. Esto supone que la economía queda más expuesta al comportamiento gregario de los inversores lo que puede derivar en pánico financiero ante un eventual deterioro de las expectativas sobre la capacidad de las autoridades de mantener el compromiso cambiario. En consonancia con la lógica anterior, Vúletin (2002) afirma que para que los tipos de cambio fijos puedan funcionar, la deuda debe ser menor, especialmente si los inversores son volubles o propensos al pánico. Por su parte, Calvo (1998b) sostiene que los regímenes de tipo de cambio fijo están más expuestos a shocks exógenos como, por ejemplo, una interrupción brusca en la llegada de capitales (*sudden stops*), o a un ataque especulativo¹⁹. En la misma línea,

¹⁸ El autor se refiere en este caso a las crisis asiáticas y argentina y al papel de los capitales a corto, pero las conclusiones pueden ser aplicables al caso de las uniones monetarias y a la afluencia masiva de crédito hacia los instrumentos de financiación estructurada que, como se ha comprobado, pueden ser igualmente volátiles.

¹⁹ Aunque el trabajo de Calvo se refiere a la interrupción de flujos de capital a las economías emergentes, las lecciones son extrapolables al caso de una unión monetaria entre países desarrollados, ya que éstas también pueden verse afectadas por el aumento de los costes de financiación soberana o a la interrupción de los flujos de capital, como se analizará en el capítulo cuarto.

Eichengreen (1994) y Fischer (2001) dicen que la mayor globalización de la economía mundial está asociada a una menor sostenibilidad de los regímenes de tipo de cambio fijos.

Edwards (2000), al evaluar la conveniencia de los diferentes tipos de cambio, también pone el acento en los movimientos de capitales. El autor defiende que las economías emergentes deben adoptar regímenes cambiarios creíbles, y define a éstos como los que permiten reducir la probabilidad de que se produzca una inversión de los flujos de capitales por motivo de “rumores”, o, lo que es lo mismo, por profecías auto cumplidas.

Un efecto asociado a la afluencia masiva de capitales y que está relacionado con lo ocurrido en España durante la crisis, es que en ausencia de una supervisión bancaria centralizada éstos pueden suponer una **mayor debilidad del sistema bancario**. En este sentido, Bustelo (2004) apunta que en un sistema de cambio fijo la llegada masiva de capitales puede provocar en el sector bancario un boom crediticio que puede derivar en un aumento de los créditos de mala calidad destinados a inversiones con mayor riesgo y de baja rentabilidad.

En los países en los que el sistema bancario esté bien regulado, la mencionada expansión del crédito disponible producirá un aumento de los balances limitado por el mantenimiento de la solvencia. Por el contrario, en países cuyo sistema regulador no actúe de manera adecuada, el aumento del crédito se trasladará directamente a un incremento del balance de los bancos y a un deterioro de la posición de solvencia mediante el recurso al endeudamiento con el exterior²⁰.

²⁰ Como se verá en el capítulo tercero, ése es, precisamente, el mecanismo que tuvo lugar en el sistema bancario español gracias al desarrollo de los mercados de financiación estructurada que permitieron la canalización del ahorro externo hacia sectores con elevado riesgo crediticio y bajo rendimiento.

Siguiendo esta lógica, Fanelli (2002) sostiene que las soluciones cambiarias que suponen un aumento del riesgo en el sistema bancario, alimentan el riesgo moral, ya que es posible que los inversores en las instituciones financieras descuenten que, llegado el momento, se activarán mecanismos de rescate bancario supranacionales que impedirán el traslado de pérdidas a los inversores. De esta forma, los inversores estarán dispuestos a asumir riesgos por encima de lo que sugiere la calidad crediticia de las instituciones financieras del país en cuestión. Esto será posible en la medida en la que no existan mecanismos de resolución bancaria que provoquen que la absorción de pérdidas la sufran los acreedores de las instituciones financieras²¹.

En esta misma línea, Eichengreen y Hausmann (1999) apuntan que cuando los bancos nacionales utilizan el crédito externo para competir en el mercado doméstico, se puede producir un deterioro en los activos del sistema bancario y la aparición de una burbuja crediticia.

Además, hay que tener en cuenta que aunque el sistema bancario esté saneado y bien regulado, en un país que forma parte de una unión monetaria incompleta, cuando se produce un shock asimétrico, los mercados pueden llegar a plantearse la posibilidad de que las autoridades se vean obligadas a romper con el compromiso cambiario. En el momento en que los agentes económicos perciban que ese compromiso se debilita, llevarán a cabo una recomposición de sus activos en busca de una mayor garantía. Si la retirada de depósitos es de gran magnitud y concentrada en el tiempo, los agentes pueden interpretarlo como un signo de que es posible que tenga lugar una insolvencia generalizada, lo que eventualmente puede desembocar en una corrida bancaria.

Pero, aunque no se produzca una crisis bancaria, la mera pérdida de liquidez del sistema derivada de la retirada de depósitos o de la pérdida de la confianza de los

²¹ Estos mecanismos no fueron introducidos en la UEM hasta el año 2014.

inversores supondrá una reducción del crédito, lo que unido al incremento del tipo de interés, hará que se contraiga la actividad económica. Por otra parte, en situaciones de crisis, aunque el sistema financiero esté dispuesto a aumentar los tipos de interés, vía incremento de márgenes, no está garantizado que vaya a producirse el retorno de los flujos de capitales, ya que en ese caso entrarían en juego otras valoraciones por parte del inversor como la solvencia del sistema financiero o la posible ruptura de la unión monetaria.

Esta volatilidad de los tipos de interés puede favorecer la aparición de problemas financieros para el tejido empresarial que pueden acabar derivando en un deterioro de las carteras de los bancos. Esto generaría un círculo vicioso mediante el cual, el aumento del número de créditos de mala calidad alimenta nuevamente el riesgo percibido por los agentes económicos que seguirían recolocando sus activos fuera del sector bancario nacional. Un tejido empresarial con dificultades para acceder al crédito, unido a un sistema financiero con un elevado número de créditos de mala calidad y que sufre de una creciente retirada de activos son condiciones idóneas para la aparición de una crisis bancaria.

En la línea de lo expuesto en este apartado, Gavin y Hausmann (1996) argumentan que cuando los sistemas bancarios son frágiles, cierto tipo de flexibilidad en el tipo de cambio reduce la probabilidad de que un desequilibrio económico se transforme en una crisis bancaria.

Otro efecto ligado a las uniones monetarias y que también está relacionado con la aparición de crisis financieras es que el **banco central deja de ser prestamista de última instancia**. Cuando un conjunto de países forman una unión monetaria, no solo pierden la independencia de su política económica, sino también, la capacidad de financiar sus déficits mediante la monetización de la deuda o, lo que es lo mismo, de emitir deuda en una moneda cuya emisión controlan, a no ser que la configuración institucional sea la de una unión monetaria completa, como se

abordará más adelante. Estas limitaciones para financiar los déficits públicos son, precisamente, las que generan la confianza en los agentes económicos permitiéndoles ajustar sus expectativas sobre el crecimiento de la masa monetaria y, en último término, sobre la aparición de tensiones inflacionistas.

Sin embargo, esta incapacidad también genera una vulnerabilidad crítica ante la aparición de desequilibrios asimétricos, De Grauwe (2011). Cuando la comunidad inversora teme que se produzca un impago de deuda soberana por parte de un país se produce una venta masiva de bonos de dicho gobierno, elevando el tipo de interés de los mismos. Si esta situación se mantiene durante un periodo de tiempo suficientemente prolongado, el gobierno podrá llegar a experimentar dificultades para refinanciar los vencimientos de deuda. Si este escenario se produce en presencia de una moneda única que carece de prestamista de última instancia, el gobierno no podrá esperar que el banco central intervenga en el mercado de bonos soberanos, lo que generaría una crisis de liquidez.

En uniones monetarias completas y en países capaces de emitir deuda en su propia moneda, este mecanismo no tiene lugar, ya que siempre es posible recurrir al banco central para que aumente la liquidez mediante la emisión de moneda. Es difícil imaginar, por ejemplo, una crisis de este tipo en el servicio de la deuda en los Estados Unidos sin que se produzca una inmediata intervención por parte de la Reserva Federal.

En definitiva, la certeza sobre la existencia de un prestamista de última instancia en forma de un banco central evita tensiones de liquidez, al contrario que en uniones monetarias incompletas donde las economías quedan expuestas a ellas.

Existe un segundo motivo por el que una economía con un tipo de cambio flotante y la capacidad de emitir bonos en su propia moneda, no está expuesta a sufrir **crisis de liquidez** ante el cambio del sentimiento inversor. Éste está relacionado con el

funcionamiento mismo de los tipos de cambio flotantes aun cuando el banco central no quiera, o no pueda, monetizar la deuda.

Como describe De Grauwe y Moesen (2009), en el caso de que los inversores en renta fija de un país decidan deshacer posiciones en ese mercado, se producirá un aumento de la oferta monetaria en la divisa en que estaban denominados, ya que la liquidación de títulos vendrá, muy probablemente, acompañada de la venta de la divisa en los mercados de tipos de cambio. Este incremento de la oferta monetaria permitirá a los emisores de bonos financiar sus nuevas emisiones de deuda incluso cuando el banco central no compre bonos soberanos mediante la emisión de moneda.

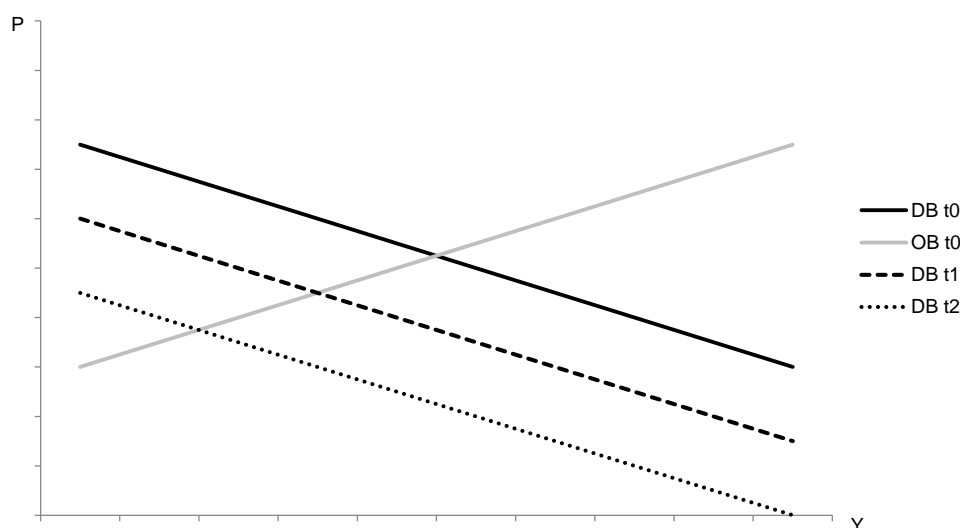
Por el contrario, en una unión monetaria este mecanismo no tiene lugar. Ante la aparición de un shock asimétrico, los inversores se acelerarán a deshacer posiciones en el país sobre cuya viabilidad han surgido dudas. Pero, en este caso, no se verán obligados a vender en los mercados de divisas la moneda en la que estaban denominados dichos bonos. En el contexto de una moneda única, los inversores podrán acudir a invertir en otros países que comparten moneda con el país en problemas pero sobre los que no existe el mismo grado de incertidumbre. Esto impedirá que se produzca un aumento de la masa monetaria en la economía de la que los inversores han decidido salir, impidiendo así que los agentes domésticos puedan financiar sus emisiones, y causando, con ello, una crisis de liquidez.

La forma en la que la crisis de liquidez puede tornarse en una crisis de deuda soberana en el contexto de una moneda única, Kopf (2011), está relacionada con el incremento del coste de la deuda pública y los desequilibrios fiscales, como se describe en la figura 1.1 Si la caída del producto generada por la aparición de un shock asimétrico se alarga en el tiempo, el país que lo ha sufrido (país B, en el ejemplo), comenzará a experimentar desequilibrios presupuestarios aunque parta de una posición fiscal cómoda. El deterioro del saldo fiscal estará retroalimentado

por el aumento de los costes sociales derivados del desempleo y la reducción de ingresos fruto de la caída de la actividad económica. Así, el país B, en ausencia de un prestamista de última instancia, podrá verse obligado a reducir el gasto público lo que contraerá más aún el crecimiento. Al mismo tiempo, el incremento del coste de financiación derivado de la crisis de liquidez alimentará los desequilibrios presupuestarios, al encarecer las nuevas emisiones de deuda necesarias para cubrir el creciente déficit presupuestario.

Este círculo vicioso, generado por un creciente déficit presupuestario y unos mayores costes de financiación propios de una crisis de liquidez, en el contexto de una moneda única, son los elementos necesarios para la conversión de un shock de demanda en una crisis de deuda soberana²².

Figura 1.1. Evolución de la demanda agregada ante un desequilibrio asimétrico en ausencia de un prestamista de última instancia.



Todos los factores mencionados anteriormente y que ligan la instauración de una moneda única con la aparición de crisis financieras tienen un denominador común y

²² La aparición de esta dinámica para el caso de la UEM se aborda en el capítulo cuarto.

es que aumentan la probabilidad de que aparezca una crisis por **auto cumplimiento de expectativas**.

En el momento en que los inversores piensen que la economía en cuestión atraviesa problemas de liquidez, o que su sector público acumula desequilibrios insostenibles, o que su sistema bancario está expuesto a un deterioro significativo de sus activos, se puede desatar una crisis de segunda generación o profecía auto cumplida. En definitiva, las dudas de los inversores sobre una economía perteneciente a una moneda única pueden provocar un efecto manada de venta de bonos de ese país lo que puede derivar en que se produzca la crisis de liquidez, el deterioro de la situación fiscal o los problemas en el sistema financiero que se anticipaban.

Entre algunos responsables de política económica ha existido la creencia de que una manera de evitar este riesgo es a través de un mayor compromiso con el régimen cambiario. Éste era, de hecho, el axioma que se esgrimía en favor de los *currency boards*, como en el caso argentino, que suponían un paso más allá en la voluntad de mantener el régimen cambiario que un mero tipo de cambio fijo. Sin embargo, el mayor grado de compromiso no evitó, a la postre, la aparición de una crisis financiera y la ruptura del compromiso cambiario, De la Torre, et al (2003). De hecho, las graves consecuencias derivadas de su abandono fueron las que aumentaron el pánico entre los inversores.

Esa misma lógica podría llegar a replicarse en una unión monetaria. Según ésta, el mayor coste del abandono de éstas puede tener como contrapartida un aumento de la sensibilidad a la aparición de crisis, que pueden acabar afectando a la estabilidad de una unión monetaria. Cuanto mayor es el compromiso de las autoridades con un tipo de cambio fijo, menores son los incentivos para su abandono. Pero dicho incentivo es menor, precisamente, porque las consecuencias de su abandono son más catastróficas, no porque éste sea imposible. Por tanto, si llegan a plantearse escenarios en los que la salida de una moneda única puede materializarse, también

es posible que ese escenario sea adelantado por los agentes económicos provocando una crisis por auto cumplimiento de expectativas.

De hecho, la reciente crisis del euro apoya esta afirmación ya que, a pesar de que a priori la voluntad de permanencia en la moneda única era absoluta, cuando se hizo evidente para los mercados internacionales la posibilidad de una ruptura de la unión monetaria, éstos actuaron de una manera similar a la que cabría esperar en presencia de un compromiso cambiario más débil.

Relacionado con esto también es relevante el aumento a la sensibilidad de **crisis financieras por contagio** en el seno de una moneda única. En esa misma línea, Mundell (1961) establecía un paralelismo entre el funcionamiento del patrón oro y el de una unión monetaria.

“Bajo el patrón oro, la depresión en un país sería transmitida, a través del multiplicador de comercio exterior, a países extranjeros. Del mismo modo, en presencia de una moneda común, la depresión en una región sería transmitida a otras regiones precisamente por las mismas razones. Si el patrón oro impuso una dura disciplina en la economía nacional e indujo a la transmisión de las fluctuaciones económicas, entonces una moneda común sería culpable de los mismos cargos.”

Para el caso concreto de los países miembros de la UEM, Constancio (2012) señala la importancia del efecto contagio en la crisis, aunque sin negar el papel de los desequilibrios públicos o de la progresiva pérdida de competitividad derivada de los diferenciales de inflación²³.

²³ Para más información sobre el efecto contagio en la UEM ver Beirne y Fratzscher (2013).

Una unión monetaria no lleva aparejada, necesariamente, **una reducción del déficit fiscal**. Cuando no existe disciplina presupuestaria, la participación en una unión monetaria no la garantiza por sí misma, ya que ésta no implica condiciones más favorables para la reducción del déficit público. Por el contrario, sí supone peores consecuencias a largo plazo para el conjunto de la economía en caso de no conseguirlo.

Dicho de otra forma, el hecho de que un déficit fiscal recurrente sea insostenible en una unión monetaria no implica, necesariamente, que las autoridades de ese país sean capaces, ni estén dispuestas a reducir el déficit. De hecho, la moneda única retrasa los efectos de no equilibrar las cuentas públicas, cosa que no ocurre en el caso de un tipo de cambio flexible en el que las consecuencias de éstos se dejan ver inmediatamente. Por ello, las autoridades del país pueden ser más proclives a llevar a cabo una política fiscal expansiva si su objetivo es el de obtener beneficios políticos a corto plazo. Además, el déficit fiscal puede verse alimentado por la facilidad de los gobiernos miembros de una unión monetaria de acceder a los mercados de capital mediante la emisión de bonos.

Los desequilibrios fiscales son, además, muy difíciles de reducir por razones políticas y estructurales. La reducción del déficit, si va asociada al aumento de los impuestos o bien a la reducción de los gastos tiene un elevado coste político por lo que es difícilmente sostenible. Las vías alternativas, que pasan por un aumento de la eficiencia en la recaudación y la administración, pueden chocar con un sistema impositivo ineficiente y con una elevada evasión fiscal que hacen muy difícil un incremento significativo de los ingresos a corto plazo.

Es esa misma línea, Vúletin (2002) advierte, en un estudio realizado sobre 83 países durante el período 1974-1998, que:

“Donde no hay originalmente disciplina fiscal y las autoridades tienen la posibilidad de financiarse con deuda a bajo costo, los regímenes fijos no proveen per se mayor disciplina fiscal que los flexibles; por el contrario, los flexibles generan mayor disciplina.”

1.2 La teoría de las áreas monetarias óptimas

Una vez descrito el proceso de polarización de las soluciones cambiarias y haber abordado los enfoques teóricos más relevantes sobre el debate cambiario, poniendo el acento sobre las ventajas e inconvenientes de la adopción de un tipo de cambio fijo o flotante, este apartado se centra en la conveniencia de adoptar una moneda única, atendiendo a las características de los países que la integran.

Para ello se aborda el estudio de la teoría clásica de las áreas monetarias óptimas, que ofrece un análisis sobre la conveniencia de establecer una unión monetaria para conseguir los objetivos de equilibrio exterior, pleno empleo y estabilidad de precios²⁴, de acuerdo a los condicionantes de partida de cada país miembro. Aunque en muchos aspectos la teoría clásica ha quedado refutada, como, por ejemplo, en el papel estabilizador de la transferencia de recursos laborales, sí enriquece el debate sobre la aparición de shocks asimétricos en una unión monetaria y sobre el equilibrio que debe existir en éstas entre el carácter óptimo y el grado de completitud.

A pesar de los numerosos desarrollos teóricos que ha sufrido la teoría de las áreas monetarias óptimas, no existe consenso entre los economistas sobre las condiciones que deben cumplir un conjunto de regiones para formar un área monetaria óptima. Sobre lo que sí parece existir consenso es que no todos los países están igualmente equipados para su formación dependiendo de sus realidades de partida: movilidad de los factores productivos, especialmente el trabajo, similitud de los ciclos productivos o tamaño y grado de apertura de la economía.

²⁴ Objetivos que coinciden con los enunciados en el tratado de Maastrich. Ver objetivos de la UEM en el capítulo segundo.

El primer autor en mencionar formalmente el término de las áreas monetarias óptimas fue Mundell (1961) ²⁵, que utiliza en su obra *“A theory of Optimum Currency Areas”* un sencillo modelo con dos regiones para describir las ventajas y los inconvenientes de la formación de un área monetaria. En el momento de escribir su obra, Canadá era uno de los pocos países cuya moneda flotaba libremente y no existían uniones monetarias entre países al estilo de la UEM. A pesar de ello, su modelización sigue teniendo valor explicativo a día de hoy en el debate entre uniones monetarias y tipos de cambio flexibles.

Es importante apuntar que el autor se refiere en su trabajo a regiones y no a países ya que no necesariamente todas las regiones de un país cumplen las condiciones para la formación de un área monetaria óptima. En esta misma línea se desarrollan las investigaciones de McKinnon (1963) y Kenen (1969). Otros autores, sin embargo, sustituyen el término región por país. Esta tesis se alinea con esta segunda vertiente de pensamiento. La equiparación entre países y regiones se fundamenta en el axioma de que un país conforma una unión monetaria completa dentro de la cual existe una unión presupuestaria, bancaria y de emisión de deuda frente al exterior. Esto supone asumir que el carácter completo de una unión monetaria permite equilibrar los shocks de demanda a través de mecanismos más allá de los monetarios y que, por tanto, este tipo de unión, aunque esté conformada por regiones heterogéneas, puede ser eficiente y equiparable a un área monetaria óptima.

El modelo que plantea la teoría clásica es el de una unión monetaria entre dos regiones/países en los que inicialmente existe el pleno empleo y equilibrio en la balanza de pagos. En el modelo se asume la rigidez de los precios y de los salarios a

²⁵ Como señala Ishiyama (1975) y Broz (2005) en su revisión de la literatura sobre las áreas monetarias óptimas, aunque el término de las áreas monetarias óptimas fue mencionado por primera vez en 1961, otros autores anteriormente se habían centrado en el debate de la integración monetaria Scitovsky (1958) y Meade (1957).

la baja. Partiendo de una situación de equilibrio, descrita por los diagramas de las Figura 1.2 y Figura 1.3, el modelo plantea las consecuencias de la aparición de un desequilibrio asimétrico que genere un cambio de la demanda del país B hacia el país A.

Figura 1.2. Situación de equilibrio. País A.

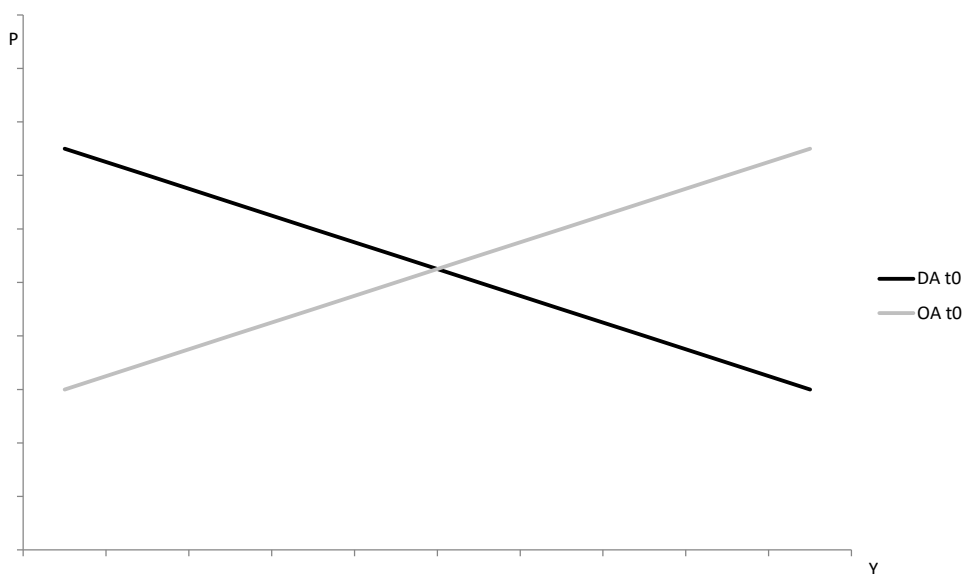
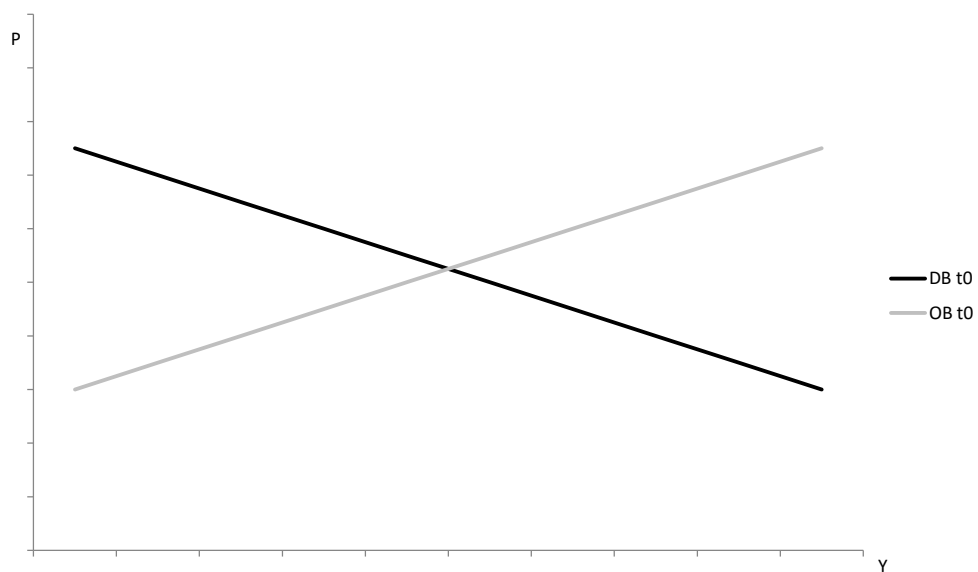
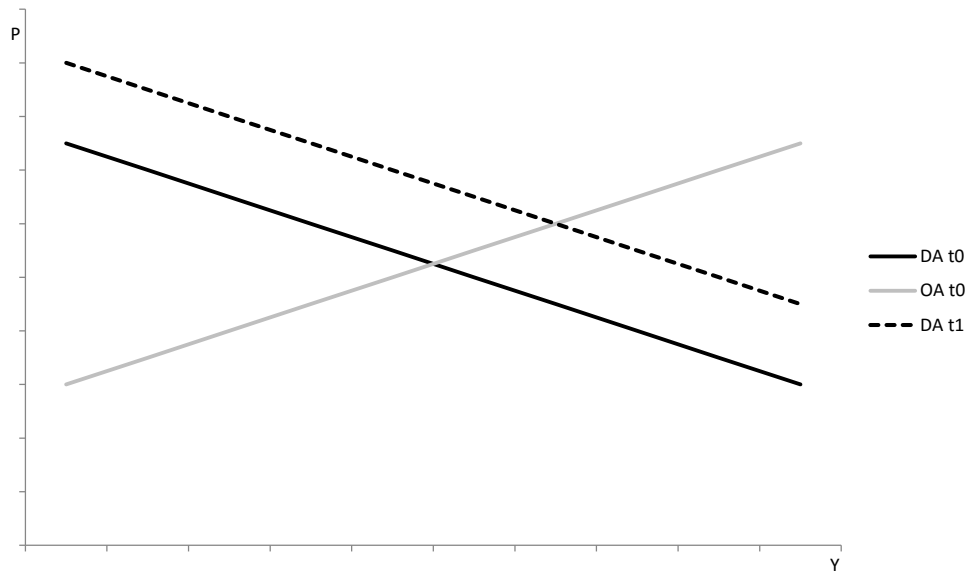


Figura 1.3. Situación de Equilibrio. País B.



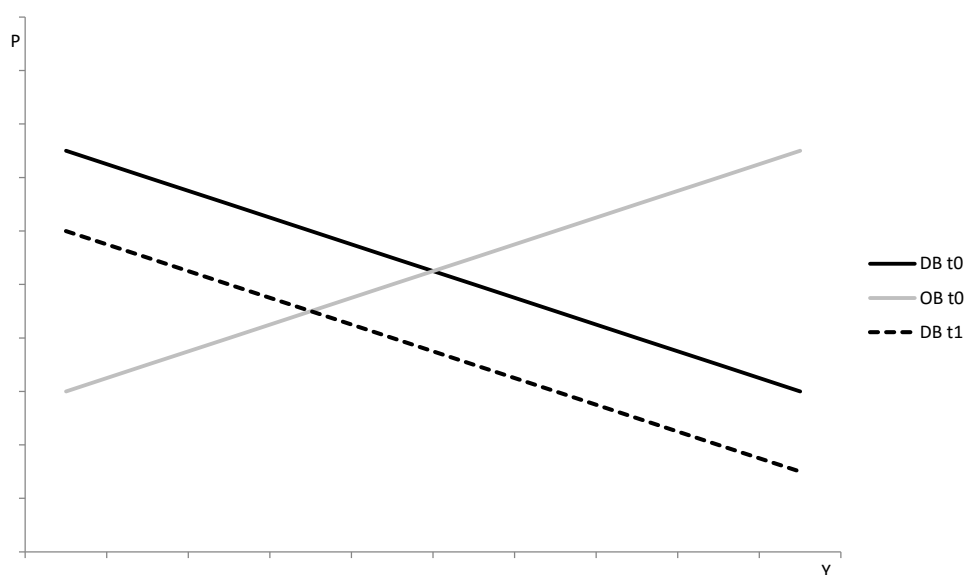
En ese contexto, el desequilibrio externo provocará presiones inflacionistas en el país A al desplazarse la curva de demanda agregada hacia arriba como se refleja en la Figura 1.4.

Figura 1.4. Presiones inflacionistas. País A.



De la misma manera, provocará una caída del producto en el país B, como refleja la Figura 1.5. Dicha caída de la producción provocará también un aumento del desempleo en el país B.

Figura 1.5. Shock de demanda. País B.



Si se permite que se incrementen los precios en el país A, el ajuste en el país B será más sencillo ya que el tipo de cambio real se ajustará, fruto de los diferenciales de inflación haciendo que los productos del país A sean comparativamente más caros. Esto animará la demanda de los productos del país B permitiendo que ambos países vuelvan al equilibrio descrito por la Figura 1.6 y la Figura 1.7.

Figura 1.6. Vuelta al equilibrio. País A.

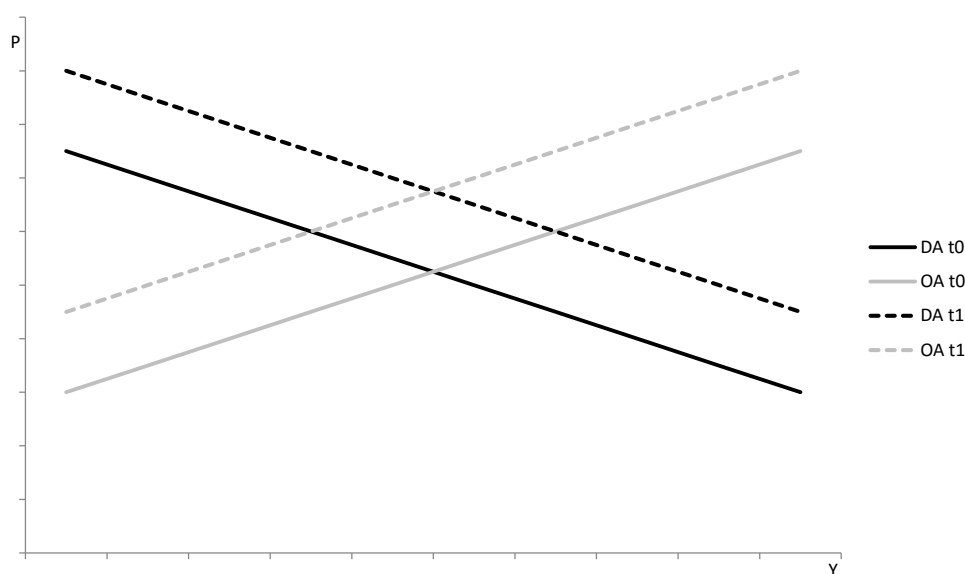
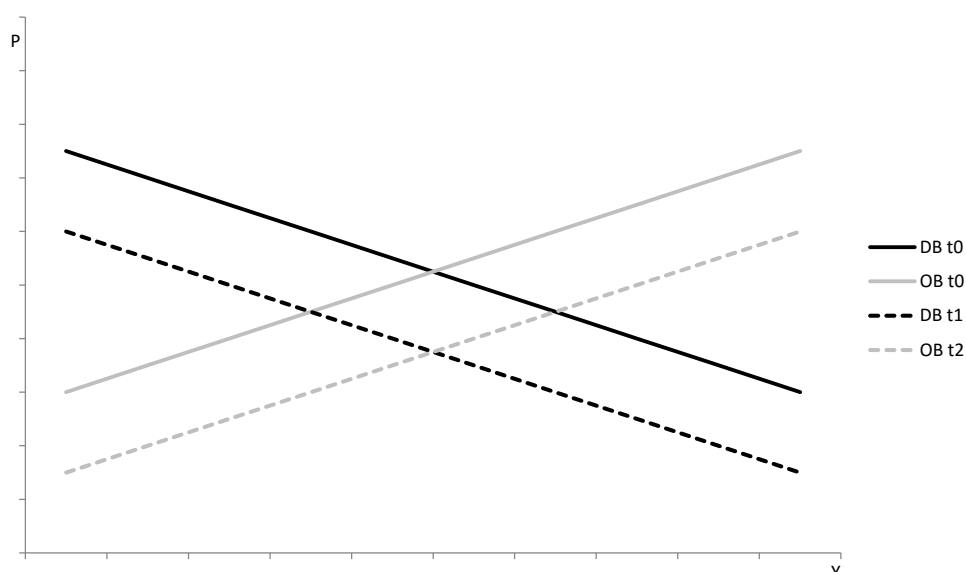


Figura 1.7. Vuelta al equilibrio. País B.



Si, por el contrario, en el país A no se permite que afloren tensiones inflacionistas, lo cual iría en contra de los objetivos que fija el modelo –estabilidad de precios, equilibrio exterior y pleno empleo-, y para ello lleva a cabo políticas monetarias restrictivas, todo el peso de los ajustes recaerá en el país B. Si los términos de intercambio no se ajustan por cambios en los precios relativos, porque los precios de B son rígidos a la baja y los de A no aumentan, los ajustes en B se producirán mediante una reducción del producto y del empleo, como muestra la Figura 1.5 anterior.

Por lo tanto, bajo la óptica de la inflación, en un área monetaria, la velocidad de los ajustes y el incremento del desempleo en la región que ha sufrido un desequilibrio asimétrico dependerá de la voluntad de los países con superávits de permitir incrementos en los precios, o de las autoridades monetarias de la unión de permitir tensiones inflacionistas en los países que no han sufrido el shock asimétrico.

Pero la vuelta al equilibrio puede producirse por otros mecanismos que no pasan necesariamente por el incremento de los precios. Los diferentes autores que han

contribuido a la teoría de las áreas monetarias óptimas señalan las características que deben cumplir los países miembros de una unión monetaria para evitar que se produzcan desequilibrios asimétricos y para volver al equilibrio en caso de que estos ocurran. Las más relevantes se repasan a continuación de acuerdo a la clasificación de Ishiyama (1975).

La mayor parte de estas contribuciones condicionan el correcto funcionamiento de la unión monetaria a **la movilidad de los factores productivos**. Así, si una región tiene movilidad de factores dentro de la misma pero inmovilidad con el resto del mundo, debe tener un tipo de cambio flexible con el resto del mundo. De igual manera, si dos regiones tienen movilidad de factores entre ellas deben formar un área monetaria.

La razón por la que el autor se centra en la movilidad de los factores es que son los cambios en la demanda los que producen, en último término, los desequilibrios de la balanza de pagos y su ajuste debe producirse mediante la transferencia de los recursos que han quedado ociosos de una región a otra para volver a recuperarlo.

Pero la movilidad de todos los factores no es igualmente relevante, Meade (1957), por ejemplo, hace especial hincapié en el papel de la transferencia de recursos laborales que, a la postre, será el factor más citado a la hora de evaluar la idoneidad de un área monetaria. Mundel (1963) y Scitovsky (1958)²⁶, por su parte, ponen el acento en la movilidad del capital aunque consideran que para que una unión monetaria funcione es importante también crear las condiciones para una mayor movilidad del trabajo. Este último autor, en una contribución posterior, Scitovsky (1967), menciona la importancia de ésta, pero apunta que no puede considerarse como un mecanismo de ajuste a corto plazo.

²⁶ Scitovsky (1958) se refiere en concreto a los seis países que en ese momento forman la Comunidad Económica Europea (CEE) como posible ejemplo de área monetaria.

“La movilidad del factor trabajo es, en el mejor de los casos, un factor de equilibrio a largo plazo (...) Es necesario, por tanto, encontrar otros factores que permitan explicar los ajustes en el corto plazo.”

Desarrollos posteriores de la teoría profundizan sobre la necesidad de la movilidad de los factores productivos, no sólo entre regiones /países, sino entre industrias, planteando así alternativas a la transferencia de mano de obra. En términos del modelo anterior, lo que plantea McKinnon (1963) con su argumento sobre la movilidad entre industrias es que si se produce un cambio en la demanda de productos del país B al país A, el país B puede replicar la industria del país A para utilizar su excedente de mano de obra, lo que le permitiría volver al equilibrio.

Ahondando en el argumento de la movilidad de los factores, Kenen (1969) añade que para conseguir una elevada movilidad del factor trabajo es necesaria una elevada movilidad ocupacional lo cual sólo es posible cuando las capacitaciones entre los trabajadores de área monetaria son similares. Es razonable asumir, por tanto, que un área monetaria integrada por múltiples países con multitud de especializaciones productivas y capacitaciones diferentes no cumplirá, de partida, con el requerimiento de la homogeneidad de la fuerza laboral que menciona el citado autor.

En resumen, existe cierto consenso entre los teóricos de las áreas monetarias sobre la importancia de la movilidad de factores entre países dentro de un área monetaria como método de corrección de los desequilibrios asimétricos. Sin embargo, algunas de las consideraciones anteriores parecen ignoran el factor tiempo en llevar a cabo dichos ajustes. Por ejemplo, la capacidad correctora de los desequilibrios productivos mediante ajustes en el mercado laboral, ya sea por medio de la emigración o por medio de ajustes salariales, es menor que los ajustes por vía del tipo de cambio o por vía de la inflación. Esto provoca un número importante de efectos colaterales que pueden acabar agravando la situación de desempleo en la

región o el país que ha sufrido el desequilibrio. Incluso cuando el ajuste salarial se produce, el desempleo aumenta puesto que la transferencia de recursos no es en ningún caso automática como apuntaba Scitovsky (1967).

Además, cabe señalar que el ajuste vía salarios para mejorar la competitividad y volver al equilibrio de la balanza por cuenta corriente no tiene en cuenta la capacidad exportadora estructural de un país. De hecho, en muchos casos, la vuelta al equilibrio en el sector exterior no se produce por las ganancias de productividad derivadas de los ajustes en el mercado laboral, sino por la caída de las importaciones que genera el hundimiento del mercado interno.

Esta dificultad para permitir que los ajustes salariales sustituyan a los ajustes del tipo de cambio también fue descrita por Friedman (1953).

"Los salarios tienden a estar entre los precios menos flexibles. En consecuencia, un déficit incipiente que es contrarrestado por una política de permitir o forzar los precios a la baja es probable que desemboque en un aumento del desempleo en lugar de, o además de, una reducción de los salarios".

Además, los ajustes vía salarios, aun en el caso de que lleguen a producirse tiene otro problema adicional, el endeudamiento. En términos del modelo clásico, la vuelta al equilibrio mediante los ajustes salariales puede suponer un deterioro de la capacidad de pago. Si los ciudadanos del país B en una unión monetaria se endeudaron en los años previos a la aparición del desequilibrio para adquirir bienes no transables, no productivos y con vencimientos a largo plazo, en el momento en que aparezca un shock asimétrico que obligue a un ajuste salarial, éstos se enfrentarán a la necesidad de servir una deuda a largo plazo con unos ingresos decrecientes por la caída de los ingresos. Esto puede desembocar en un deterioro de los activos en manos del sector financiero, además de una situación social crítica. De hecho, este es uno de los mecanismos de transmisión entre el estallido de la burbuja

crediticia y la formación de una crisis bancaria que se ha observado durante la crisis del euro.

Por todo lo anterior, parece que sólo cuando la movilidad de factores sea realmente elevada podrá ser ésta un sustituto válido de otros mecanismos de corrección automática. Este enfoque tiene el inconveniente de que la búsqueda de una elevada movilidad podría provocar una atomización de las regiones monetarias. En ese caso podrían llegar a ser necesarias tantas monedas como regiones especializadas en la producción de un determinado bien o servicio.

Contra la atomización monetaria, la teoría de las áreas monetarias óptimas argumenta que un número excesivo de monedas se opone al principio del dinero como unidad de cuenta y medio de pago. Si existiesen tantas monedas como industrias, el intercambio de bienes se convertiría en una especie de economía de trueque afectando al comercio y, por tanto, limitando el crecimiento. De lo anterior se deduce que otra condición para evaluar la idoneidad de un área monetaria de acuerdo al planteamiento tradicional **es el tamaño de la economía**. Cuanto menor sea una economía mayor será el incentivo para la formación de una unión monetaria y viceversa.

Un aspecto adicional a tener en cuenta relacionado con la atomización monetaria es que cuanto mayor sea el número de monedas en circulación mayores serán los costes de intercambio y más difícil será mantener la ilusión monetaria²⁷ que permite que los ajustes a los shocks reales se realicen mediante el tipo de cambio y no a través del crecimiento o el empleo.

²⁷ La ilusión monetaria es el mecanismo mediante el cual los agentes económicos de un país renuncian a llevar a cabo ajustes de precios o salarios, pero están dispuestos a asumir una magnitud similar de ajuste mediante la depreciación del tipo de cambio real.

Otra aspecto a considerar, también ligado a la ilusión monetaria, es el **grado de apertura de la economía**. En este sentido, McKinnon (1963)²⁸ resalta la importancia de la relación existente entre bienes transables y no transables en la estructura productiva de un país. Cuanto mayor sea el número de bienes transables en una economía mayores serán los incentivos en favor de la formación de una unión monetaria. Su argumento descansa en la capacidad de la ilusión monetaria de sustituir a los ajustes de empleo o inflación. Una economía con una fuerte dependencia de las importaciones verá transmitido a sus precios los ajustes en el tipo de cambio impidiendo así el efecto corrector de la ilusión monetaria. Por lo tanto, las economías con mayor grado de apertura serán las que encuentren más incentivos a la formación de un área monetaria, ya que las ventajas de la libre flotación serán menores.

Un argumento adicional para defender la conveniencia de tipos de cambio fijos para economías relativamente abiertas es que, en una economía donde el volumen de importaciones es significativo, será necesaria una importante fluctuación en el tipo de cambio para generar una mejora de los desequilibrios en la balanza de pagos. Mientras que en una economía relativamente cerrada el cambio será menor. En esa misma línea, otro aspecto a considerar es que, en una economía con una elevada dependencia de las importaciones, los movimientos del tipo de cambio en presencia de un régimen cambiario flexible generarán una alta inestabilidad en los precios, lo cual va en contra de los tres objetivos definidos por la teoría clásica.

Otro de las características necesarias para la formación de un área monetaria óptima es la relativa a la **estructura productiva**. La lógica que subyace a la necesidad de alinear bajo una moneda única a países con estructuras productivas similares está ligado a la ineficiencia de los ajustes vía tipo de cambio cuando el desequilibrio no se produce entre países, sino entre industrias.

²⁸ El autor define una economía abierta como aquella en la que la proporción de bienes transables sobre el total de la producción es elevado.

En términos de la modelización enunciada anteriormente, en presencia de un cambio en la demanda de los bienes producidos por el país B hacia el país A, y asumiendo una elevada movilidad de factores entre sus economías, se produciría un ajuste para volver al equilibrio como el descrito en la Figura 1.6 y Figura 1.7 anteriores. Si las regiones A y B coinciden con los países A y B, una depreciación de la moneda del país B respecto al país A podría producir los mismos efectos de reducir el desempleo en el país B y sostener la inflación en país A. Este sería un argumento a favor de la libre flotación.

Sin embargo, si dicho cambio en la demanda se produce entre sectores productivos que no corresponden con los límites nacionales y no existe movilidad de los factores, los dos países tendrían un problema similar. Si los bancos centrales de los dos países llevan a cabo una política monetaria expansiva para resolver el problema del desempleo en las regiones deprimidas, no podrán solventar el problema de la inflación en las áreas que han experimentado un aumento de la demanda. Por lo tanto, un tipo de cambio flexible podrá producir el equilibrio de las balanzas de pago pero sin reestablecer el equilibrio de precios o el del empleo. De ello se deduce que cuanto más parecida sea la estructura productiva entre dos países, mayor será el incentivo para formar una unión monetaria, puesto que la alternativa de la libre flotación no permite obtener el objetivo de equilibrio de precios y de empleo ante la aparición de un shock asimétrico entre industrias.

Ahondando en el tema de la estructura productiva, Kenen (1969) también argumenta que cuanto mayor sea el nivel de diversificación, mayores serán las ventajas de formar un área monetaria integrada. La lógica del autor descansa en que si un país produce una gran variedad de productos, su base exportadora será también amplia. Esto le permitirá absorber los efectos sobre el empleo producidos por una caída de la demanda externa de un bien de manera más suave.

La necesidad de unir bajo una misma moneda a regiones con estructuras productivas similares está también relacionada con el debate sobre los **ciclos económicos**, ya que cuanto más similares sean las primeras más homogéneos serán los segundos.

La importancia de la simetría de los ciclos económicos descansa en que, con la puesta en marcha de la moneda única, los gobiernos de los países que la integran renuncian a la independencia de su política monetaria, lo que reduce la capacidad de sus miembros de llevar a cabo ajustes ante la aparición de desequilibrios económicos. Estos serán más difíciles de llevar a cabo en la medida en que los desajustes sean más profundos, más asimétricos y más persistentes en el tiempo. La incapacidad para producir una respuesta individualizada a shocks que afectan de manera diferente a los países que integran una unión monetaria supone un obstáculo para la viabilidad y la estabilidad de la misma. Por tanto, cuanto más heterogéneos sean los ciclos económicos de los países que forman la unión, más probable será que aparezcan dichos desequilibrios asimétricos y más difícil será resolverlos.

Otro aspecto a valorar es que las diferencias en los ciclos productivos también pueden generar diferenciales de inflación. Los países cuyas economías se encuentren en una fase expansiva del ciclo económico registraran mayores tasas de inflación que los países que se encuentren en un momento bajista. El sostenimiento de estos diferenciales dependerá de lo extenso del ciclo. Además, la combinación de diferenciales de inflación entre países que registran tipos de intereses similares por la pertenencia a una misma moneda supone, de facto, tipos de intereses reales menores que pueden alargar el ciclo económico alcista y, por tanto, provocar que el comportamiento diferenciado de los precios se mantenga.

Una consecuencia derivada del mantenimiento de los **diferenciales de inflación** es que éstos producen una pérdida de competitividad de unos socios respecto a otros.

Por ello, solo los países que tengan una misma inercia inflacionista serán candidatos a formar un área monetaria óptima.

Además de los motivos señalados anteriormente, el comportamiento diferenciado de las tasas de precios pueden aparecer por divergencias en las preferencias de cada país sobre la inflación, como señala Corden (1972), o por factores estructurales. Las distintas preferencias inflacionistas de los miembros de una unión monetaria pueden ser corregidas mediante la instauración de un banco central con un claro mandato de impedir tensiones inflacionistas. Sin embargo, las tensiones en los precios derivados de razones estructurales son más difíciles de prevenir.

Estas últimas están ligadas a lo que se conoce como efecto Balassa- Samuelson²⁹, según el cual los diferenciales de inflación pueden derivarse del diferente peso relativo de los sectores transables y no transables de la economía. En principio, con la formación de un área monetaria, asumiendo la libre circulación de bienes y servicios, es de esperar que los precios de los bienes transables tiendan a equilibrarse. Por tanto, economías con un elevado grado de apertura económica podrían evitar el efecto Balassa- Samuelson. Sin embargo, incluso para economías con un elevado peso del sector exterior, si los precios de los productos son diferentes de partida, se puede generar cierta inercia inflacionaria. Así, dentro de un área monetaria, un precio inferior de un mismo producto en un país generará un aumento mayor de la demanda del mismo por parte de otros miembros y, con ello, un aumento de los precios más rápido en ese país.

Existen otros factores de carácter estructural, como la regulación del mercado laboral, que también pueden provocar una evolución diferenciada de los precios al influir en el coste laboral unitario y que no necesariamente se verán corregidos por la formación de un área monetaria.

²⁹ Ver nota al pie nº15.

Los últimos aspectos a destacar sobre las características que debe reunir un área monetaria óptima son los relativos a la **integración financiera y de la política económica**.

La importancia de la integración financiera fue enunciada por Ingram (1973). El autor pone el acento sobre las variables monetarias en lugar de las variables reales para delimitar el tamaño óptimo de la unión monetaria. Su argumento se basa en que la existencia de un alto grado de integración financiera hace innecesaria la presencia de tipos de cambio flexibles.

La lógica que subyace a esta afirmación es que, en la medida en la que exista integración financiera, no será necesario el rebalanceo de monedas porque con pequeños movimientos de los tipos de interés se producirán suficientes flujos de capital como para volver a equilibrar los desequilibrios que hayan podido surgir en la balanza de pagos. Para que ese efecto se produzca, es necesaria una completa eliminación de los controles de capitales.

El argumento de Ingram (1973) no parece tener en cuenta los efectos negativos que pueden derivarse de la afluencia de capitales como, por ejemplo, los efectos derivados de una repentina irrupción de los mismos, que han sido abordadas por otros autores como Calvo (1998). Además, se podría argumentar que, un alto desarrollo de los mercados financieros hace innecesaria la unión monetaria ya que en ese caso existen mecanismos alternativos, como las permutas financieras que permiten aislar las relaciones comerciales de las oscilaciones del tipo de cambio.

Algunos de los autores que contribuyen al desarrollo de la teoría de las áreas monetarias óptimas también apuntaron, aunque de forma imprecisa, la necesidad de la integración de la política económica. Fleming (1971), por ejemplo, señala la importancia de la integración de la política fiscal, aunque también apunta que ésta es útil para equilibrar los desequilibrios de balanza de pagos en la medida en que los

países con un superávit exterior gocen también de un superávit fiscal. Solo en este caso podrán permitirse apoyar a las economías de los países que experimentan un problema en su balanza de pagos para restaurar el equilibrio. En esa misma línea, Kenen (1969) argumenta en favor de mecanismos de compensación que permitan, mediante transferencias entre estados, mantener el nivel de demanda en los miembros que se ven afectados por desequilibrios asimétricos:

“Es una función clave de la política fiscal eliminar, o compensar las diferencias regionales”.

De alguna manera podría interpretarse que estos autores ya señalaban la importancia del otro aspecto crucial en el debate relativo a las uniones monetarias y que se aborda a continuación como es el grado de completitud de las mismas.

1.3 Uniones monetarias completas e incompletas

En una unión monetaria de carácter completo (un país), aunque éste no conforme un área monetaria óptima, cuando se producen shocks asimétricos entre regiones no se producen muchos de los desajustes descritos anteriormente. De hecho, cuanto menos óptima sea el área monetaria, mayor será la necesidad de integración completa. A continuación se repasan, desde un punto de vista teórico, algunos de los mecanismos que en una unión monetaria completa permiten corregir los defectos de un área monetaria no óptima.

En el modelo clásico, ante la aparición de un shock asimétrico en el contexto de una moneda única se produciría un aumento del déficit presupuestario en el país B y un aumento del superávit fiscal en el país A. Por el contrario, en una unión monetaria que cuente también con una unión presupuestaria, el incremento de los gastos y la reducción de los ingresos se verá corregida por las transferencias procedentes del presupuesto común, de la misma manera que ocurre entre regiones de un mismo país.

Una unión fiscal de este tipo entre diferentes países requiere un grado de integración y de coordinación de las políticas económicas muy elevado. En ausencia de dicha integración, los países con desequilibrios estructurales profundos podrían verse sistemáticamente beneficiados de dichas transferencias sin que se produjera la vuelta al equilibrio. Este argumento está relacionado, además, con el riesgo moral de que los países estructuralmente deficitarios no tomen las medidas oportunas para corregir sus desequilibrios ante la asunción de una futura transferencia de recursos.

Otro aspecto a tener en cuenta es que la integración fiscal requiere también de la capacidad de emitir deuda de forma conjunta por parte de los países que forman la unión monetaria, o por lo menos, de una mutualización de la garantía de pago.

La emisión individualizada de deuda, aún en presencia de transferencias fiscales, puede acabar provocando un efecto contagio entre los países de la unión ante la aparición de un shock asimétrico en uno de sus miembros. Si la comunidad inversora considera que los desequilibrios del país B son tan profundos que hace insuficiente las transferencias desde el país A o, incluso, que puede provocar desequilibrios presupuestarios en A, el coste de financiación se incrementará también en éste último.

En ausencia de corresponsabilidad sobre la emisión de deuda, se producirá el efecto “huida” en busca de inversiones más seguras, como el descrito por De Grauwe y Moesen (2009). Esto es, ante el estallido de una crisis en uno de los países miembros de una unión monetaria, los inversores tenderán a recomponer su cartera, aumentando la exposición a aquellas economías que no han sufrido el desequilibrio. Esto provocará un aumento de los costes de financiación del país en problemas, lo que detrae recursos para poder llevar a cabo políticas fiscales expansivas. Además, el incremento de los diferenciales aumenta también la sensibilidad de los mercados al deterioro de los fundamentales, pudiendo llegar a hacer inefectiva la política fiscal³⁰.

Por el contrario, si la emisión de deuda se produce desde un primer momento a nivel de la unión monetaria, o con su garantía, se evitará que el coste de acudir a los mercados de uno de los países miembros aumente de manera aislada y que dichas dificultades puedan trasladarse al resto de países de forma escalonada. Además, la emisión de deuda de manera conjunta evitará el posible rebalanceo de carteras descrito anteriormente, evitando con ello los incrementos del coste de emisión de deuda desiguales. Por lo tanto, una moneda única que cuente con costes similares de emisión de deuda entre sus miembros gracias a la emisión conjunta de deuda, o

³⁰ Este hecho se conoce como *non-keinessian effect* y ha sido descrito por Giavazzi y Pagano (1996). Según concluyen estos autores para el caso de la economía sueca, cambios en la política fiscal pueden no tener los efectos descritos por Keynes si son lo suficientemente profundos y persistentes en el tiempo.

por la mutualización de su garantía, impedirá o por lo menos dificultará la aparición de crisis de liquidez en el sistema.

En presencia de una moneda única es también especialmente importante el papel que se le concede al banco central para evitar algunas de las desventajas descritas en la sección 1.1.2. De hecho, incluso en ausencia de integración fiscal y de emisión de deuda, éste puede jugar un papel crucial en evitar un aumento desigual de los costes de financiación y, por tanto, en la aparición de problemas de liquidez, Grauwe (2011).

Si el banco central tiene asignadas funciones más allá del mantenimiento de los precios, como pueden ser el crecimiento económico o la defensa del empleo, podrá llevar a cabo operaciones de compra de bonos soberanos ante la aparición de tensiones de liquidez en los mercados. Además, dicha compra de bonos no tiene por qué ser generadora de presiones inflacionistas si no es sostenida en el tiempo. Ante la eventual aparición de presiones al alza en los precios, el banco central siempre podrá vender los bonos que ha comprado retirando así parte de la masa monetaria y evitando con ello el incremento de los precios.

Por el contrario, un banco central cuya única misión sea el mantenimiento de la inflación bajo control impedirá que se produzcan los mecanismos de ajuste automático descritos en el modelo clásico y, por tanto, impedirá la vuelta al equilibrio. Si, además, para evitar la aparición de tensiones inflacionistas en el país A, el banco central de la moneda única decide llevar a cabo una política monetaria restrictiva basada en el aumento de los tipos de interés, se puede producir una vuelta al equilibrio en el país A, donde la demanda agregada del país A (DA) en el segundo periodo (t_2) es igual a la demanda agregada en el momento inicial (t_0), pero a costa de una caída aún mayor del producto y el empleo en el país B como se ilustra en la Figura 1.8 y Figura 1.9.

Figura 1.8. Vuelta al equilibrio por aumento de tipos de interés. País A

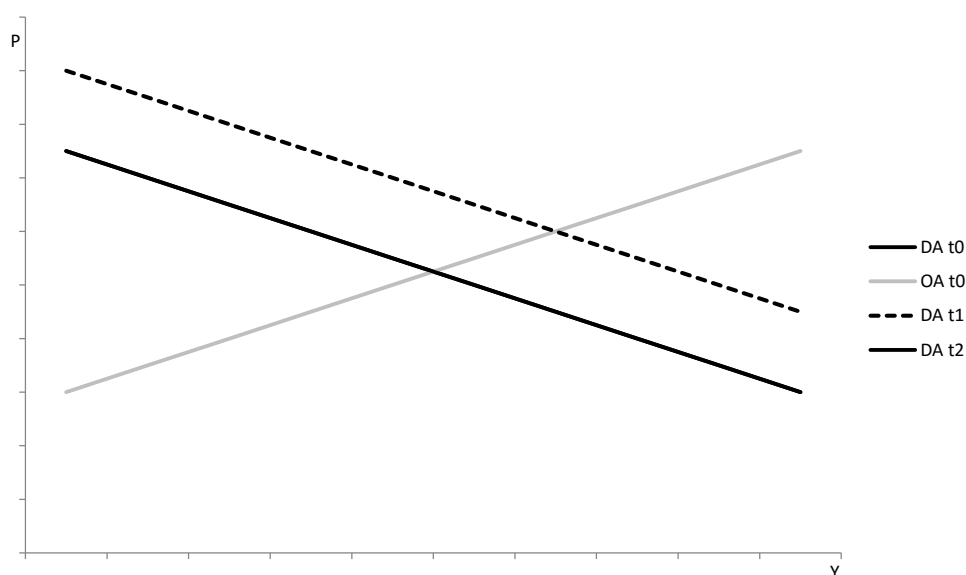
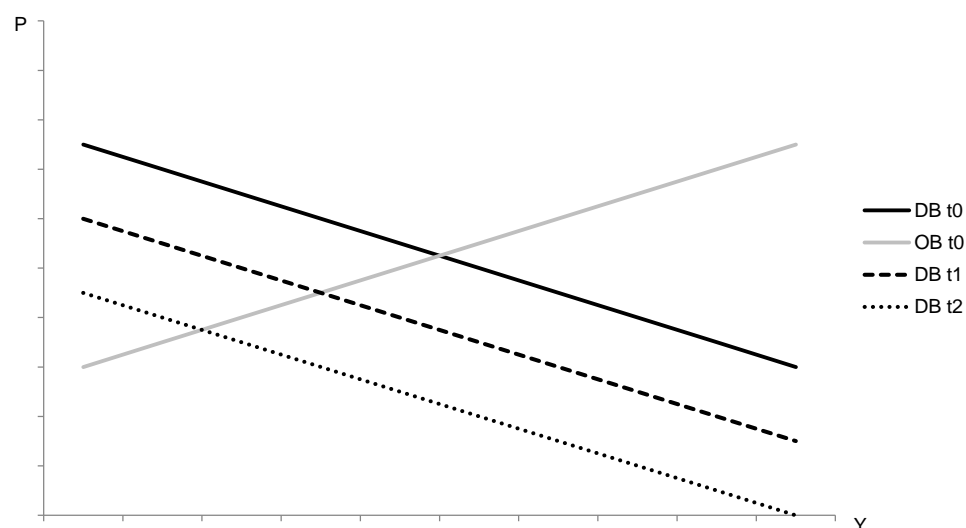


Figura 1.9. Desequilibrio por aumento de tipos de interés. País B



Otro aspecto crucial de las uniones monetarias completas es la centralización de la supervisión bancaria. La ausencia de medidas de inspección y control homogéneas puede generar la aparición asimétrica de burbujas crediticias y de crisis bancarias. En los países en los que el sistema bancario no esté bien regulado, un eventual crecimiento del crédito podría traducirse en un deterioro de la posición de solvencia.

Por el contrario, los países con una regulación apropiada, el aumento de los balances de los bancos estará limitado por las reglas de solvencia, lo que puede acabar desembocando en un desequilibrio asimétrico.

1.4 Conclusiones

En la introducción se ha señalado que la formación de la UEM bien pudo responder a la necesidad de huir de los regímenes intermedios. En la década de los noventa, éstos se habían mostrado especialmente volátiles y a merced de la especulación, no sólo en los países en desarrollo, sino en el propio SME.

El repaso a las diferentes contribuciones teóricas a la literatura sobre los tipos de cambio muestra ventajas e inconvenientes de las diferentes esquinas del espectro cambiario. A la luz de la evolución de los acontecimientos descritos en los siguientes capítulos, se podrá evaluar cuales de los mecanismos abordados aquí se han cumplido para el caso de la zona euro.

También se ha tratado la problemática de las uniones monetarias, pero desde la perspectiva de las características de los países que la integran. De las contribuciones a la teoría clásica se pueden extraer recetas para identificar si una moneda única conforma un área monetaria óptima. Para serlo, en la unión monetaria debe existir una alta movilidad de los factores productivos, en especial trabajo; sus integrantes deben tener grados de apertura similares; la estructura y los ciclos productivos deben estar alineados; y, por último, el comportamiento de los precios no tiene que ser dispar por motivos estructurales. En el siguiente capítulo se analiza si la UEM cumplía con las condiciones descritas por la teoría clásica en el momento de su formación para ser calificada como un área monetaria óptima, y en el cuarto capítulo se analizará si se comportó como tal durante la crisis.

En el último apartado se han descrito los mecanismos necesarios para que una unión monetaria sea caracterizada como completa. Puede concluirse del mismo que una integración que vaya más allá de los aspectos monetarios, puede equilibrar la ausencia de las características propias de un área monetaria óptima. En el siguiente

capítulo se analiza si el andamiaje institucional de la UEM permite calificar a ésta como una unión monetaria completa.

2- De la unión comercial a la monetaria. La formación de una unión monetaria no óptima e incompleta

2.0 Introducción

Una vez establecido el marco teórico en el que se engloba el estudio de las uniones monetarias, este capítulo se centra en el caso particular de la UEM. Se pretende con ello entender los objetivos que se perseguían con su formación, las estructuras con las que nace y las características de los países que la integran. Esto será fundamental para poder explicar, en los siguientes capítulos, el papel de la UEM en la generación de la burbuja crediticia y su transformación en una crisis de deuda soberana. Con este propósito el capítulo se divide en tres apartados

En el primero, se analiza el proceso mediante el cual una unión entre países que nació con un claro carácter comercial se transformó en una unión monetaria. También se hace un repaso a los objetivos buscados con la introducción de la moneda única para entender si ésta ha favorecido su consecución. En el segundo, se analizan de manera crítica los mecanismos de coordinación en materia de política económica en el seno de la UEM y el ideario que prevaleció en su diseño. Se concluye este apartado con un repaso a los cambios institucionales introducidos a raíz de la crisis. Se quiere entender si éstos han modificado el diseño inicial de la unión monetaria convirtiéndola en un área monetaria completa. La última sección se centra en plantear si las características de los países de la UEM eran las de un área monetaria óptima en el momento de su formación, y si lo son hoy en día.

2.1 La formación de la UEM

Los estadios iniciales de la integración europea no contemplaban una unión monetaria, siendo sus motivaciones de carácter comercial. Los primeros intentos de formar una moneda única, como el plan Werner de 1969, no fructificaron, y no fue hasta la ratificación del Tratado de Maastrich cuando el proyecto de la unificación monetaria cobró finalmente relevancia. Este primer apartado aborda los hitos de esa evolución.

El primer mercado europeo lo formaron Bélgica, Luxemburgo y los Países Bajos con la firma del tratado de Benelux en 1944, que entraría en vigor cuatro años después. Si bien los orígenes de la actual UE se remontan a la formación de Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA), fundada en 1952 por Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo y Países Bajos. La CECA perseguía, mediante la creación de un mercado único para el intercambio del acero y del carbón, la búsqueda de una paz duradera en Europa tras las dos guerras mundiales que habían asolado el continente.

A raíz del éxito de dicha integración, los miembros de la CECA la extendieron a otros sectores, como la agricultura, con la idea de crear un mercado común en lo que sería la génesis de las futuras Comunidades Europeas. Sobre esta base, en 1957, sus seis países miembros fundaron la Comunidad Económica Europea (CEE) con la firma del tratado de Roma; centrada en el aspecto comercial más que en el establecimiento de políticas monetarias comunes o en la creación de una moneda única.

Durante las décadas de los setenta y ochenta, la CEE fue aumentando el número de miembros y profundizando la integración económica. Así, en 1973 Dinamarca, Irlanda y Reino Unido se unieron a la CEE que amplió sus funciones a políticas regionales, sociales y medioambientales. En 1981 se incorporó Grecia, y cinco años más tarde lo harían España y Portugal.

Los miembros fundadores de la CEE operaban con un tipo de cambio fijo bajo el sistema de Bretton Woods, que formaba un régimen de paridades fijas ajustables entre las monedas que lo integraban y que continuó en vigor hasta su colapso entre los años 1971 y 1973.³¹

Los primeros intentos de fundar una moneda única en Europa, puestos en marcha a partir de la presentación del Plan Barre³² en 1969, fracasaron sucesivamente. Así en 1970 el Informe Werner³³ propuso la creación de una unión monetaria que debería entrar en funcionamiento antes de 1980, pero que no llegó a materializarse por la inestabilidad financiera derivada del colapso del sistema de Bretton Woods.

En 1979, en este contexto de unión comercial pero de desunión monetaria, los países de la CEE pusieron en marcha el SME³⁴. Todos los Estados miembros participaron de él, excepto Reino Unido, que lo haría posteriormente en 1990, aunque por un periodo de tiempo muy breve. Los países miembros de la CEE seguían así el rumbo descrito en el primer apartado hacia una mayor flexibilización de los tipos de cambio en lo que podría calificarse como un régimen de tipo de cambio intermedio.

El MTC determinaba un tipo de cambio oficial para todas las monedas que lo integraban con una banda de fluctuación sobre el tipo de cambio oficial dentro de la

³¹ Para una revisión de las causas del colapso del sistema de Bretton Woods ver Garber (1993).

³² Debido a las tensiones del sistema monetario, la Comisión Europea presentó en 1969 el Plan *Barre*, cuyo principal objetivo era avanzar en un proyecto de una moneda única.

³³ El resultado de los trabajos del Consejo de Ministros sobre la posibilidad de formar una moneda única fue el denominado Informe Werner que se publicó en 1970. En él se proponía la creación de una unión económica y monetaria en varias fases mediante un proceso que debía concluir en 1980.

³⁴ El SME se componía de dos elementos: el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) y la unidad de cuenta europea, el European Currency Unit (ECU, en sus siglas en inglés). El MTC era un sistema de paridades fijas pero ajustables entre las monedas de los países que lo integraban.

cual podían fluctuar³⁵. El SME establecía paridades bilaterales entre todas las monedas integrantes y también respecto al ECU³⁶. La fijación de los tipos de cambio y el compromiso de defensa de los mismos obligaba a los países miembros a coordinar sus políticas monetarias, lo que permitió, paulatinamente, rebajar los controles de capitales.

Uno de los objetivos del SME fue el de aumentar la estabilidad de los tipos de cambio. Para ello, los países miembros se comprometían a intervenir en sus monedas cuando la fluctuación de las mismas se acercara a las bandas establecidas. Sin embargo, ni el compromiso de fijación ni el de intervención eran absolutos. Existía la posibilidad de modificar el anclaje mediante un acuerdo con el resto de los países miembros. La intervención en los mercados, o la coordinación en la defensa de las paridades tampoco eran absolutos. Como se ha sugerido en el primer capítulo, esa falta de compromiso con el sistema monetario vigente exponía a los países miembros a ataques especulativos, como quedó demostrado en 1992 con la crisis del SME.

³⁵ Para la mayoría de los países que componían el MTC (Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Irlanda y Países Bajos) la banda de fluctuación se situó en el $\pm 2.25\%$. Italia utilizó hasta 1990 una banda de fluctuación más amplia del $\pm 6\%$. Cuando España, Reino Unido y Portugal pasaron a formar parte de la MTC en 1989, 1990 y 1992 respectivamente lo hicieron con bandas de fluctuación más amplias.

³⁶ El ECU era una cesta de 12 de las 15 divisas que formaban parte del SME. La ponderación de cada moneda se establecía en función del peso en el comercio comunitario, el PIB y la cuota en el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM). El FECOM fue el precursor del BCE y su función era la de intervenir en los mercados de divisas, aunque su compromiso con el mantenimiento del tipo de cambio no era definitivo.

Muestra de la fragilidad del sistema cambiario es que los realineamientos fueron muy frecuentes³⁷. El SME colapsó en 1992 ante los ataques especulativos y la falta de coordinación en materia monetaria causando el abandono del MTC por parte del Reino Unido en septiembre de ese año.

Tras el colapso, los estados miembros de la CEE siguieron políticas monetarias diversas que fueron desde la libre flotación a la continuidad dentro de un MTC con bandas de fluctuación menos estrechas³⁸.

Aunque es cierto que los trabajos en pos de la integración monetaria se remontan a 1986, cuando a raíz de la firma del Acta Única Europea³⁹ se creó un grupo de trabajo presidido por Jacques Delors⁴⁰ para formar una moneda única, es en 1993 cuando se ratifica el Tratado de la Unión Europea firmado en Maastricht, marcando así definitivamente el camino hacia la unión monetaria.

El interin entre la firma del tratado y su ratificación⁴¹ estuvo marcado por la inestabilidad del SME lo que pondría de manifiesto las debilidades del acuerdo cambiario existente hasta ese momento. La combinación de la negativa danesa a

³⁷ La volatilidad del tipo de cambio previa al ingreso en la moneda única se aborda en el capítulo tercero.

³⁸ Las bandas de fluctuación pasaron al $\pm 15\%$.

³⁹ Mediante el Acta Única Europea (AUE) se revisaron los Tratados de Roma para reactivar la integración europea en lo que sería la antesala del futuro Tratado de la Unión.

⁴⁰ En 1989 se presentó en la Cumbre Europea de Madrid el informe Delors que fijaba la hoja de ruta para la formación de la UEM. Para ello se establecían 3 fases. (i) Aumento de la cooperación entre bancos centrales y liberación del mercado de capitales; (ii) la creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y coordinación de la política monetaria; y por último (iii) la fijación de las paridades irrevocables y entrada en circulación del Euro.

⁴¹ El 7 de febrero de 1992 se firma el del Tratado de la Unión Europea en Maastricht. No obstante, debido a los retrasos ocurridos en el proceso de ratificación, éste no entró en vigor hasta el 1 de noviembre de 1993.

integrar la moneda única en el primer referéndum que se celebró al respecto en junio de 1992, unida a los efectos desestabilizadores de la liberalización de los mercados de capitales y la falta de coordinación en materia de política monetaria que permitió la irrupción de ataques especulativos, están entre las razones más comúnmente citadas de dicha inestabilidad⁴². La crisis puso entonces de manifiesto el poder desestabilizador de los flujos de capitales ante las dudas sobre el compromiso de los países de la futura zona euro con el proyecto de unificación monetaria y ante la falta de coordinación de las políticas económicas de los países miembros⁴³. La posterior ratificación del acuerdo y los avances en la hoja de ruta hacia la moneda única harían pensar a posteriori que la inestabilidad del régimen cambiario anterior se debió sólo a la falta de un compromiso absoluto sobre su mantenimiento. El tiempo acabaría demostrando que redoblar la apuesta del compromiso no era suficiente sin una adecuada coordinación en materia de política económica.

Para la formalización del proceso de unificación monetaria se necesitó de la modificación del tratado de Roma⁴⁴. En virtud del nuevo tratado, se establecían las bases y la hoja de ruta definitiva para la formación de la UEM, que incluía la creación de un Instituto Monetario Europeo (IME) que comenzó a funcionar el 1 de enero de 1994.

A pesar de la creación del IME, hasta la introducción del euro la política monetaria siguió siendo competencia de las autoridades económicas de los países miembros,

⁴² Para un análisis detallado de la crisis del SME ver Vázquez (2007).

⁴³ Para una descripción detallada del efecto de la ausencia de coordinación de la política económica en la crisis de SME ver Buitier, Corsetti, y Pesenti (1997).

⁴⁴ Con la aprobación del Tratado sobre la UE o Tratado de Maastricht, la CEE pasó a llamarse Comunidad Europea (CE) y se crea la UE, que absorbe las tres Comunidades Europeas existentes: la CECA, la CE y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (CEEa). En él también se da luz verde a la creación de una Unión Económica y Monetaria (UEM), con el mandato de establecer una moneda única.

ya que la propuesta inicial de Delors de unificarla quedó dilatada hasta la entrada en vigor del euro⁴⁵. El IME fue el encargado de establecer las bases del nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II) que entraría en funcionamiento en junio de 1997. Entre las prerrogativas del IME tampoco estaba la intervención en los mercados de divisas.

Junto con la entrada en funcionamiento del MTC II, el Consejo de Europa adoptaba también el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) con el objetivo de garantizar la disciplina presupuestaria necesaria para el mantenimiento de la estabilidad en la moneda única⁴⁶. Como se analizará más adelante al abordar el diseño institucional de la UEM, las recetas y mecanismos diseñados en el PEC serían, a la postre, insuficientes y no servirían para dar estabilidad al proyecto de moneda única.

En junio de 1998, un año después de la puesta en marcha del MTC II, se constituye el BCE asumiendo las funciones del IME que deja de existir a partir de ese momento⁴⁷. Pero ni siquiera con la creación del BCE se transfieren a éste las competencias en política monetaria.

Los tipos de cambio irrevocables entre las monedas nacionales y el euro fueron acordados en mayo de 1998, aunque la moneda única no entraría en vigor hasta el 1

⁴⁵ Tras la Cumbre de Madrid se habían puesto ya en marcha la primera fase de la UEM con la eliminación de las restricciones a la libre circulación de capitales entre estados miembros el 1 de julio de 1990. Sin embargo, la redacción final del tratado difería de la propuesta inicial ya que la transferencia de responsabilidades en materia de política monetaria no se produciría hasta la introducción definitiva de la moneda única. La creación del SEBC también quedaba aplazada hasta entonces.

⁴⁶ Mediante el PEC los estados miembros se comprometen a alcanzar el equilibrio presupuestario a medio plazo excepto en casos de recesión económica grave, definida ésta como contracción del Producto Interior Bruto real (PIB) superior al 0,75%.

⁴⁷ De acuerdo con el artículo 123 (antiguo artículo 109 L) del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, Diario Oficial de las Comunidades Europeas (1992).

de enero de 1999. El anuncio de los tipos de cambio seis meses antes de la entrada en vigor del euro tenía el objetivo de impedir la fijación de paridades irrevocables sobrevaluadas. Pero, para evitar ataques especulativos en el ínterin de la entrada en vigor de las paridades fijas e irrevocables, era necesario el compromiso de las autoridades monetarias en la defensa de la anunciada paridad. Ese compromiso se hizo evidente al expresar los bancos centrales su voluntad de intervenir de forma ilimitada en los mercados para proteger los tipos de cambio fijados. Como se analiza en la sección 3.1, es la fijación de dichos tipos de cambio irrevocables y la voluntad manifiesta de defenderlos lo que produce un cambio definitivo respecto a las soluciones cambiarias de la etapa anterior. Hasta ese momento, el IME no estaba capacitado para entrar a defender las paridades del MTC II, por lo que el régimen cambiario seguía teniendo las deficiencias propias de un régimen cambiario intermedio.

La tercera fase de la UEM se puso en marcha el 1 de enero de 1999 con la entrada en vigor del euro para los primeros once países miembros⁴⁸. La introducción de la moneda única se produciría en dos momentos diferentes, primero como unidad de cuenta y tres años más tarde como medio de pago, con la introducción de los billetes y monedas. En 2001 Grecia, que inicialmente no había cumplido con los criterios de convergencia, se sumaría a los países que adoptaban el euro⁴⁹. A día de hoy, diecinueve de los veintiocho Estados miembros de la UE han completado la tercera fase de la UEM, la adopción del euro⁵⁰.

⁴⁸ Esos once países fueron Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Quedaban fuera, por tanto, Suecia, Dinamarca y Gran Bretaña y Grecia que ingresaría en 2001.

⁴⁹ Como se ha descrito en la parte metodológica este es el grupo de países objeto de estudio y a los que se hace referencia al hablar de la zona euro.

⁵⁰ En enero del 2007 se incorporaría Eslovenia; Chipre y Malta lo harían un año más tarde; Eslovaquia en enero de 2009; Estonia en enero de 2011, Letonia en enero de 2014 y Lituania en enero de 2015.

Sin embargo, no todos los miembros en disposición de cumplir los criterios de convergencia necesarios para unirse a la moneda única lo han hecho. Esto permite establecer comparaciones relevantes sobre el efecto de la moneda única en diferentes variables ligadas a la consecución de los objetivos de la unión⁵¹.

Desde el punto de vista del tipo de cambio, la solución adoptada por los países que han decidido renunciar voluntariamente a la moneda única ha sido diferente. Mientras Suecia⁵² y Reino Unido han optado por la libre flotación de la corona y la libra, Dinamarca mantiene un tipo de cambio fijo con respecto al euro desde 1999. Desde 1982, la corona danesa se hallaba anclada al marco alemán.

Visto que el proceso de integración europea no contempla en sus etapas iniciales la unificación monetaria, cabe preguntarse si ésta era realmente necesaria para alcanzar los objetivos que se establecen en el tratado de Maastricht. Este debate se aborda a continuación. Se realiza, para ello, una comparación de la evolución de varios indicadores para distintos países dentro y fuera de la UEM⁵³.

⁵¹ Dos de los estados miembros de la UE, Dinamarca y el Reino Unido comunicaron, en 1992 y 1997 respectivamente, su deseo de no acceder a la tercera fase de la UEM acogiéndose a un régimen especial que les concede el derecho a decidir su participación. Dinamarca rechazó en septiembre de 2000 acceder al euro mediante referéndum. Suecia también rechazó mediante referéndum la entrada en la moneda única en septiembre de 2003. Sin embargo, Suecia y los otros seis países restantes se consideran acogidos a una excepción por incumplimiento de alguno de los criterios de convergencia.

⁵² La corona sueca flota libremente desde 1992 basando su política monetaria en un objetivo de inflación del 2%.

⁵³ Para más información sobre el comportamiento diferencial de los países de la UE que no se han unido a la moneda única ver Holden (2009).

2.1.1 Los objetivos de la UEM

Aunque los países que conforman la UEM no sufrían de dinámicas inflacionistas crónicas, una de las razones frecuentemente esgrimidas desde los órganos de gobierno europeos para justificar la integración monetaria es la necesidad de mantener los precios bajo control. La propia Comisión Europea, al explicar los motivos para la puesta en marcha de la moneda única, argumenta que:

*“En los años setenta y ochenta del siglo pasado, las tasas de inflación de muchos de los países de la UE alcanzaron cotas muy elevadas, en algunos casos superiores al 20%. La inflación bajó cuando comenzaron los preparativos para la introducción del euro y, desde entonces, se ha mantenido en torno al 2% en la eurozona.”*⁵⁴

La búsqueda de ese objetivo en el seno de la UEM, también queda reflejada en que el principal mandato del Banco Central Europeo (BCE) sea el de mantener el crecimiento de precios bajo control, como se refleja en el Tratado de la Unión⁵⁵.

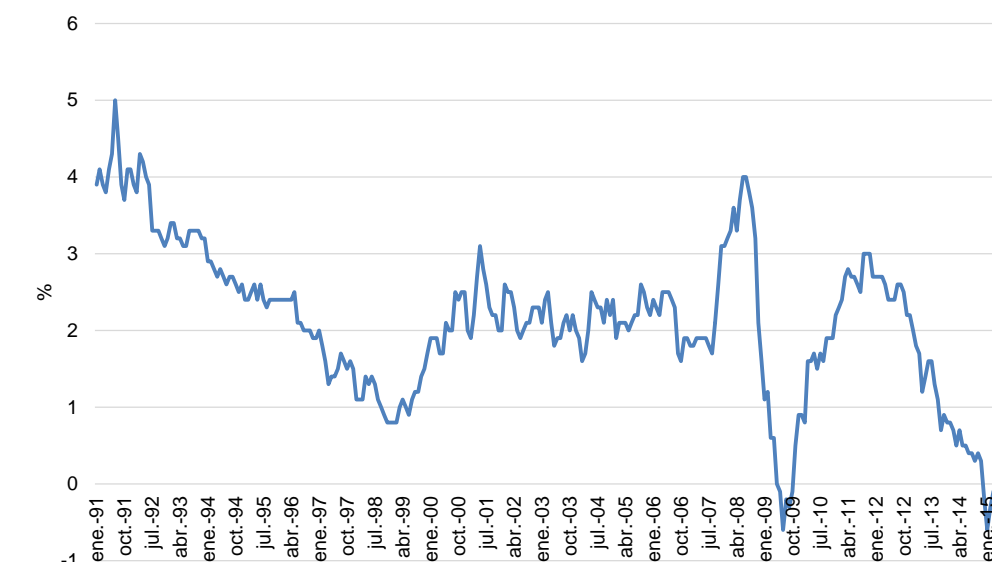
El objetivo del control de la inflación fue rápidamente alcanzado incluso antes de formalizarse la moneda única. De hecho, la moderación de los precios es previa a la tercera fase de la UEM, lo que despierta la duda sobre el verdadero papel de la moneda única en la consecución de dicho objetivo. Como señalan Bayoumi y Eichengreen (1992), la reducción de la inflación no es un fenómeno reciente. Ésta se redujo en Europa ya a lo largo de la década de los noventa, como muestra el siguiente gráfico.

⁵⁴ Extracto de la publicación Comprender las Políticas de la UE, la Unión Económica y Monetaria y el Euro de octubre de 2012, Comisión Europea.

⁵⁵ Artículo 105.

2- De la unión comercial a la monetaria. La formación de una unión monetaria no óptima e incompleta

Figura 2.1. Índice armonizado de precios al consumo. UEM. Variación interanual. 1991-2015



Fuente: Banco de España

Aunque el principal objetivo de la UEM es el mantenimiento de la estabilidad de precios, la unión monetaria buscaba otras metas aunque siempre supeditadas a éste.

“La Comunidad tendrá por misión promover, mediante el establecimiento de un mercado común y de una unión económica y monetaria (...), un desarrollo armonioso y equilibrado de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad, un crecimiento sostenible y no inflacionista que respete el medio ambiente, un alto grado de convergencia de los resultados económicos, un alto nivel de empleo y de protección social, la elevación del nivel y de la calidad de vida, la cohesión económica y social y la solidaridad entre los Estados miembros.”⁵⁶.

Por lo que respecta al crecimiento económico, es relevante señalar que la introducción de la moneda única tuvo un efecto positivo sobre el comportamiento del PIB hasta el estallido de la crisis. Este hecho estaba ligado al abaratamiento de

⁵⁶ Tratado de la Unión Europea (1992), artículo 2.

los costes de endeudamiento, la ampliación del acceso a mercados de capitales y el incremento del crédito ocurrido en los primeros años de la integración monetaria, Barrell, R. et al (2008).

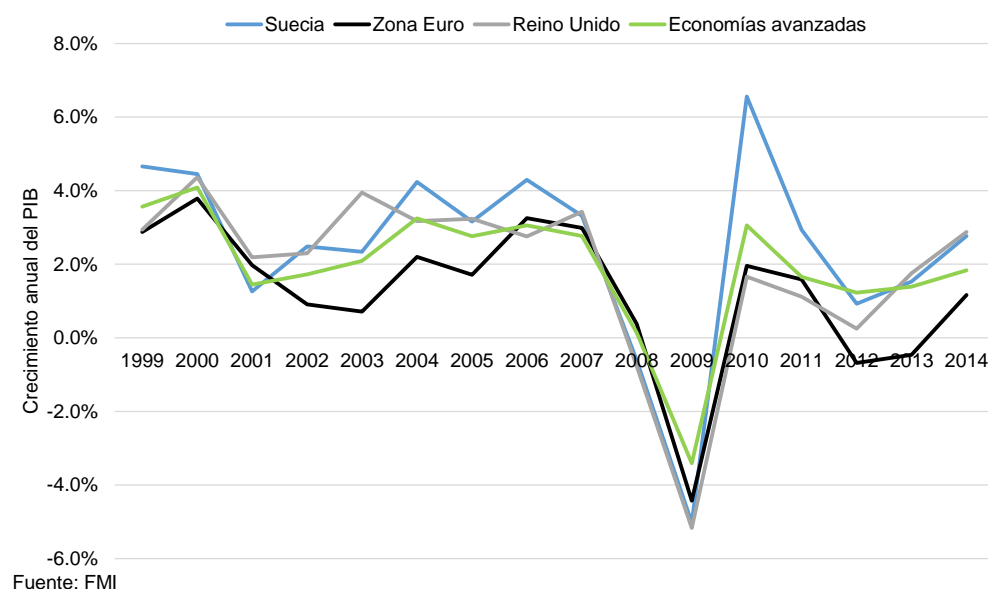
De todas formas, conviene señalar que, aun así, en ese periodo la economía de la zona euro creció por debajo de la media de las economías avanzadas, y del Reino Unido o Suecia⁵⁷. Sin embargo, existe mucha dispersión en el comportamiento del PIB entre los miembros de la zona euro. Los resultados de los primeros años de integración monetaria para el conjunto de la UEM están lastrados por el comportamiento de la economía alemana e italiana. Por su parte, las economías española, griega e irlandesa crecieron durante ese periodo a un fuerte ritmo, muy superior al registrado por la media de los países avanzados.

Una vez estalla la crisis financiera internacional, se produce una reversión de esta tendencia. Durante este periodo, el crecimiento de la zona euro continuó siendo menor al de la media de las economías avanzadas, pero, en este caso, influido por las economías periféricas del euro, que mostraron un crecimiento negativo durante el período 2008-2014.

Por tanto, a pesar del impulso económico inicial producido por la afluencia masiva de capitales, no existen evidencias empíricas robustas de que la UEM haya promovido el mantenimiento de elevados niveles de crecimiento para el conjunto de países que la integran. Por el contrario, la zona euro, en su conjunto, muestra un crecimiento menor que las economías europeas que han optado por tipos de cambio flotantes o el de la media de las economías avanzadas, antes y durante la crisis.

⁵⁷ Para consultar los datos sobre la evolución del PIB ver tabla de la Figura A.2. del Apéndice I.

Figura 2.2. Crecimiento del PIB Zona Euro, Reino Unido, Suecia y Economías avanzadas. 1999-2014



La moneda única tampoco ha mostrado tener un efecto claro sobre la armonización de la volatilidad del producto, que ha sido mayor en las economías periféricas del euro que en el resto de los miembros de la UEM⁵⁸.

Al igual que ocurre con el crecimiento, el desempeño del empleo en los países miembros, en media, no muestra síntomas de mejoría respecto al resto de economías comparables desde la formación de la moneda única.

En la etapa de bonanza el desempleo se redujo de manera significativa para la mayor parte de los países de la zona euro, a excepción de Portugal, Austria y Luxemburgo⁵⁹. A pesar de ello, en media, la zona euro siguió registrando tasas de paro superiores a las de los países avanzados. La figura siguiente muestra cómo la instauración del

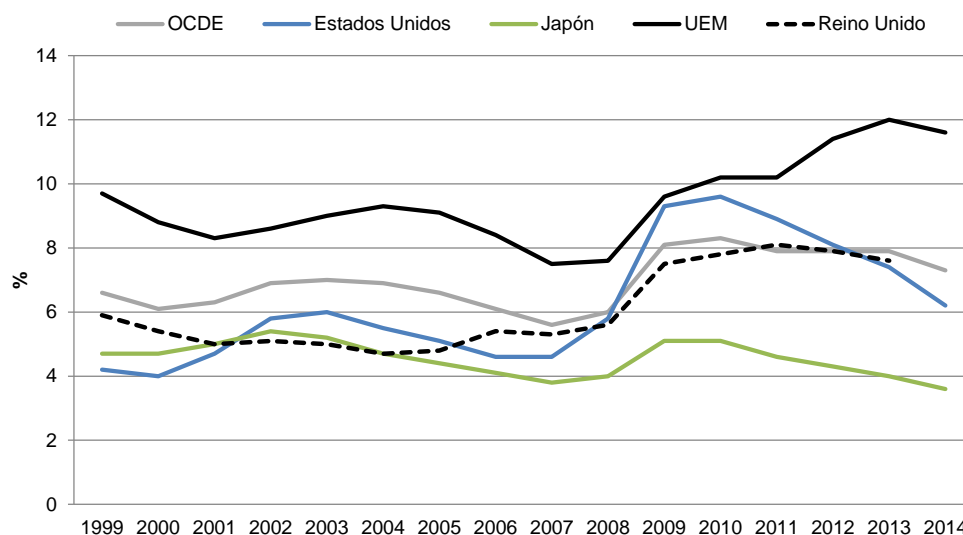
⁵⁸ Las medidas de dispersión del crecimiento de los países periféricos respecto a la media de la zona euro muestran una mayor volatilidad que las de los países centrales, influidos por la mayor contracción del PIB experimentada durante la etapa de crisis.

⁵⁹ Ver la tabla que muestra la Figura A.3. del apéndice I.

euro no redujo los diferenciales de desempleo con otros países cuya divisa es moneda de reserva, o con la media de los países miembros de la OCDE. La tasa de paro en la UEM durante esa etapa siguió siendo 3,7 puntos porcentuales superior a la media de Estados Unidos, Japón y Reino Unido.

Al igual que con los niveles de crecimiento, una vez que estalla la crisis de deuda soberana en 2010, el desempeño del empleo es mucho peor en la eurozona. Desde ese momento, la UEM, en su conjunto, registra niveles de desempleo significativamente mayores que los de otras economías comparables. En consecuencia, solo la economía francesa y finlandesa mostraba, a finales de 2014, tasas de desempleo menores que las observadas en 1999. De hecho, para el conjunto de la zona euro, desde la introducción de la moneda única, la media simple del desempleo había crecido un 25%.

Figura 2.3. Tasa de Paro. UEM, Estados Unidos, OCDE, Japón, Reino Unido. 1977-2014



Fuente: Banco de España

Durante esta etapa sí se registra un crecimiento de la población activa en la UEM. Ésta ha crecido en 1,5 puntos porcentuales en el período 2000-2013, mientras que se ha contraído en la media de la OCDE, los Estados Unidos y Japón. A pesar de ello,

la tasa de actividad continúa siendo inferior a la media del resto de los países analizados⁶⁰.

Para medir la evolución del objetivo de convergencia existen multitud de criterios e indicadores, en esta sección se ha escogido la evolución de la renta per cápita⁶¹. Del análisis del comportamiento de ésta en los países de la zona euro desde 1999, se observa que, en los países periféricos, a excepción de Irlanda, su crecimiento ha sido menor que el de la media de la eurozona. Los países cuya renta per cápita ha crecido de manera más acelerada durante el periodo de integración monetaria han sido Alemania, Austria y Finlandia. En el extremo opuesto se encuentra Italia, cuya renta per cápita ha caído, seguida de Portugal, Grecia y España, en ninguno de los cuales ha crecido por encima del 9%.

Pero, como cabría esperar, existe una clara distinción en el comportamiento de esta variable en el periodo anterior y en la crisis. Durante el periodo comprendido entre 1999 y 2007, el país cuya renta per cápita creció de manera más acelerada fue Grecia con un incremento del 35%, seguida de Irlanda con un 31%. Por el contrario, en el periodo posterior comprendido entre 2008 y 2014, solo la renta per cápita de la economía alemana crece, siendo el ajuste más significativo el observado en Grecia.

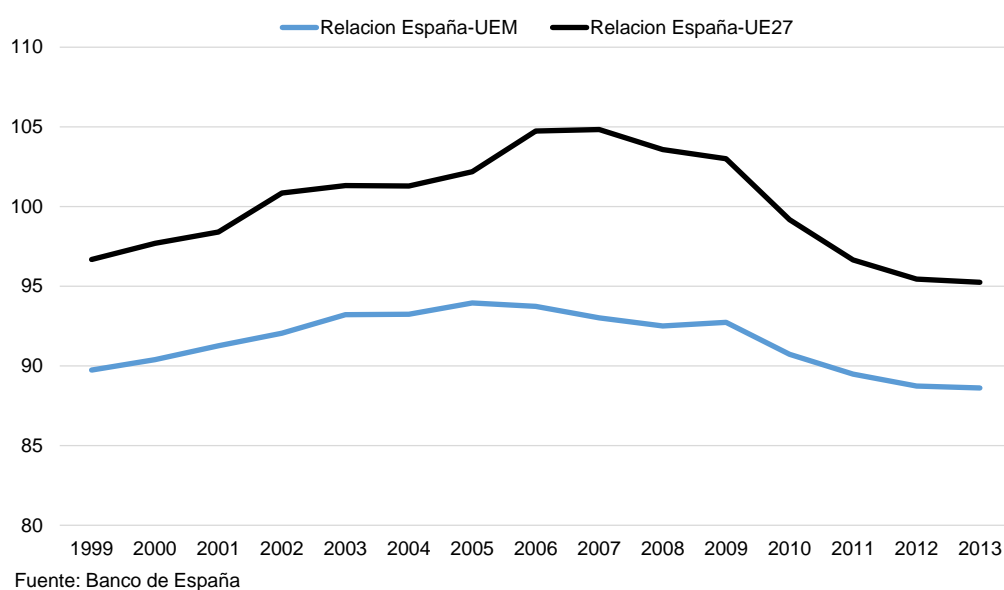
En el estudio que realizan Borsi y Metiu (2013) sobre la convergencia de los países miembros de la UE llegan a conclusiones similares. Del análisis del comportamiento del nivel de renta per cápita en 27 países de la UE durante el período 1970-2010 los citados autores concluyen que el conjunto de la UEM no se comporta de manera homogénea.

⁶⁰ Para consultar los datos relativos a la evolución de la tasa de actividad ver Figura A.4. del apéndice I.

⁶¹ Para un análisis del proceso de convergencia en la UE ver Alonso (2010). El autor también utiliza el indicador del PIB per cápita para analizar la evolución del proceso de convergencia. En dicho estudio ya se señala el incipiente cambio de tendencia en el proceso de convergencia experimentado en 2009 a raíz de la crisis.

El caso concreto de la economía española también muestra que en los primeros años de la moneda única se produjo un proceso de convergencia acelerado. Sin embargo, desde 2008 dicha tendencia se ha revertido. Así, el PIB per cápita, en relación a los miembros de la moneda única y de la UE, es hoy inferior al registrado en 1999.

Figura 2.4. Convergencia de la economía española respecto a la UEM y la UE. 1999-2013



Aunque en el enunciado inicial sobre los fines que perseguía la moneda única no se ha mencionado de manera explícita el aumento del comercio regional, se entiende que el euro era la última etapa en el proceso de integración comercial y que, por tanto, éste era un objetivo subyacente. No se pretende aquí entrar en el debate sobre el efecto de la UEM en la integración del comercio, materia que merece un extenso debate que se aleja del objeto de esta tesis. Sin embargo, para cerrar el análisis de los objetivos logrados con la implantación del euro, sí parece oportuno mencionar, al menos, las principales aportaciones al debate y la evolución de las magnitudes más relevantes del comercio en el contexto de la integración monetaria.

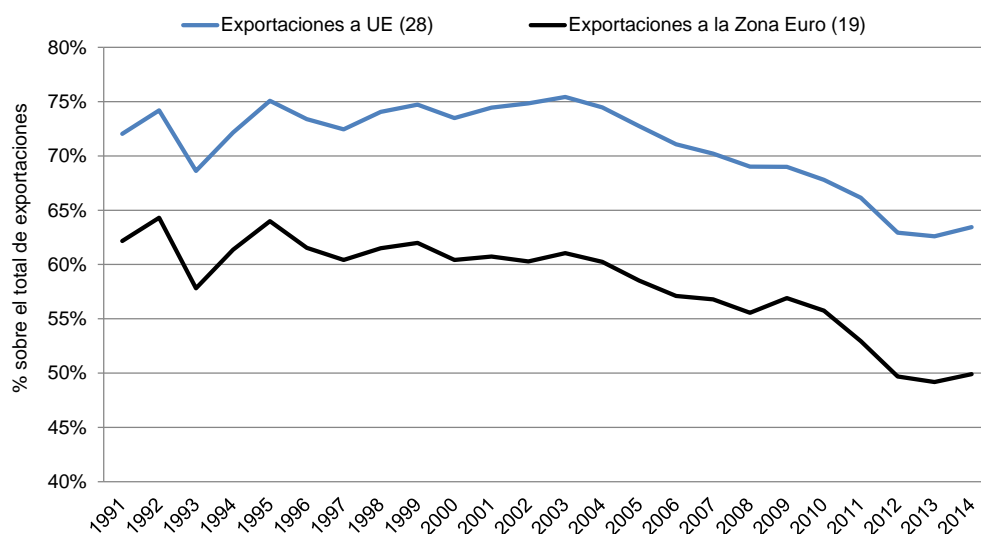
Medir el efecto de la UEM en el comercio no es tarea fácil ya que existe una dispersión importante en los resultados de los estudios que lo abordan. Una de las reflexiones más relevantes sobre la relación entre las uniones monetarias y el comercio es la de Rose (2000), que sostiene que los países que comparten una misma moneda mantienen relaciones comerciales más intensas que si cada uno tuviese su propia divisa. Según el autor, el comercio en el contexto de una moneda única se incrementa hasta en tres veces respecto al nivel que se alcanzaría en ausencia de la misma. La revisión de la literatura que aborda el efecto de la UEM en el comercio realizada por Aristovnik y Meze (2010), apunta también en la dirección del efecto positivo del euro en el comercio, aunque en un grado menor que el estimado por Rose. Por ejemplo, Micco, Stein y Ordoñez (2002) utilizando el análisis de series temporales, dimensionan el impulso al comercio que supuso la UEM en sus tres primeros años de existencia entre un 12% y un 19%.

En línea con las contribuciones anteriores, Frankel (2010), cifra el aumento del comercio motivado por la UEM en torno al 15%. Sin embargo, el autor concluye que la serie histórica del euro no es suficientemente amplia para extraer conclusiones sobre su efecto en el comercio y critica la dimensión del impulso estimado por Rose.

Para el caso concreto de las exportaciones de bienes, desde la instauración de la moneda única, se observa un aumento significativo entre los países miembros de la UEM y el conjunto de la UE. En el período 1999-2013, el comercio de los miembros de la eurozona con el resto de la UE pasó de 1,4 billones de euros a 2,4 billones de euros, lo que supone un aumento de 67%. Sin embargo, dicho crecimiento es menor que el del comercio de los países miembros con el resto del mundo. Para el mismo periodo las exportaciones de bienes con todo el mundo pasaron de 2,1 billones de euros a 4,0 billones de euros, esto es, un incremento del 90%. Esto supone que el peso de las exportaciones a la UE se ha reducido desde la introducción del euro para los miembros de la UEM. Dicha evolución está además en línea con la experimentada por Dinamarca, Suecia o Reino Unido.

El caso particular de la economía española no es muy diferente. Las exportaciones a la UE y a la zona euro han crecido de forma sostenida desde el ingreso en la UEM. Sin embargo, su crecimiento ha sido menor que el de las exportaciones totales. Desde la integración en la moneda única, las exportaciones españolas a la zona euro han pasado de 60 mil millones de euros a 119 mil millones de euros. Sin embargo, las exportaciones totales en ese periodo se han incrementado de los cerca de 100 mil millones de euros a los 240 mil millones de euros. En términos porcentuales, esto significa que la zona euro, como socio comercial, ha perdido peso en el conjunto de las exportaciones españolas, pasando de representar un 62% del volumen de éstas a un 50%.

Figura 2.5. Peso de las exportaciones de bienes a la UEM y a la UE sobre el total.
España 1991-2014

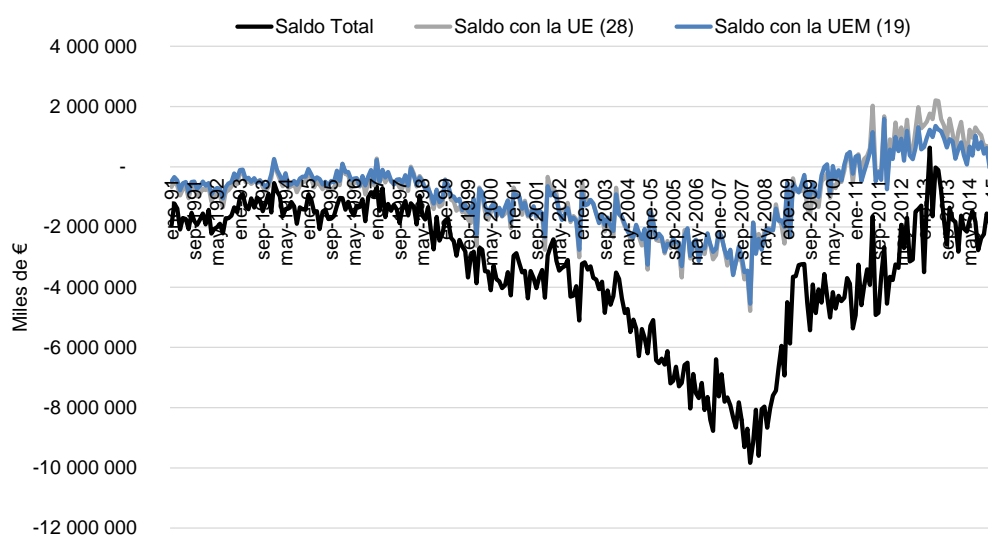


Fuente: Banco de España, INE

Otras consideraciones sobre la evolución de las exportaciones antes de la crisis son las resaltadas por García y Tello (2011). Este análisis del sector exportador español desde la creación de la UEM hasta el estallido de la crisis resalta las dificultades de éste para incrementar su cuota exportadora por los problemas derivados de la pérdida de competitividad frente a países desarrollados.

Es precisamente este hecho, derivado del deterioro de los términos reales de intercambio, el que se traduce en incremento constante del déficit comercial en España desde la introducción de la moneda única. Como muestra la figura siguiente, a partir de 1999, se registra un acusado deterioro de la posición comercial española, que se extiende a sus relaciones con los miembros de la UE y de la UEM y que solo se corregirá durante la crisis.

Figura 2.6. Saldo Comercial. España 1991-2014



Fuente: Banco de España

En definitiva, parece haber cierto consenso sobre el impulso al comercio que supuso la adopción de la moneda única. Pero dicho impulso no ha provocado, necesariamente, un aumento del peso de la zona euro en el conjunto de las exportaciones de bienes. Esto último también es aplicable para el caso de la economía española que ha visto, además, como la apreciación del tipo de cambio real lastraba su posición comercial.

Por lo tanto, en contra de lo que afirmaba la Comisión Europea en 2008 cuando declaraba que:

“pueden existir pocas dudas de que la introducción del euro ha sido un éxito”⁶².

Se puede afirmar que de los efectos buscados a la hora de poner en marcha la moneda única, sólo se han alcanzado de manera clara los objetivos relativos a la contención del crecimiento de los precios y al aumento de las exportaciones, aunque ambos con matices. Respecto a la moderación de la inflación, si bien es cierto que se ha producido, es discutible el peso que ha tenido la moneda única. Por lo tocante al aumento de las relaciones comerciales, es necesario apuntar que, de la mano de la moneda única, éstas no han crecido tanto como inicialmente se esperaba y que no se ha producido un aumento del peso del comercio de bienes entre países de la UEM respecto al total.

El resto de objetivos analizados como convergencia económica, empleo y crecimiento, han mostrado un comportamiento claramente diferenciado antes y después de la crisis. En los primeros años se observa un efecto positivo en todas las variables. Sin embargo, durante el periodo recesivo su evolución es peor que la del resto de economías analizadas.

⁶² Ver Papaioannou y Portes (2008).

2.2 El diseño institucional de la UEM: la formación de un área monetaria incompleta

Para alcanzar los objetivos enumerados en el apartado anterior, la UEM pone en marcha un andamiaje institucional del cual emanan unos mecanismos de política económica que jugarán un papel principal en el desarrollo de la crisis. Este capítulo los analiza y aborda el debate sobre qué planteamientos prevalecieron en su diseño.

La puesta en marcha de la UEM, en contra de lo que aconsejaba la teoría económica, parte de un impulso político que sobreestimó los beneficios de la moneda única e infravaloró los riesgos asociados a ella. Sin embargo, dicho impulso no fue acompañado por la creación de las estructuras necesarias para un funcionamiento adecuado.

El diseño institucional de la zona euro, que emana del Tratado de Maastricht, se basa en el principio de transferencia exclusiva de las competencias relativas a la moneda única. Esto deriva en una estructura dual en la que las competencias de la política monetaria se transfieren a los órganos centrales, mientras que el resto de las políticas económicas siguen en manos de los países miembros. Este mismo esquema es el que regía el funcionamiento del BCE al que, hasta 2014, sólo habían sido transferidas las responsabilidades en materia de política monetaria, mientras que, por ejemplo, la supervisión de los bancos continuaba ejerciéndose de manera descentralizada.

La explicación oficial al porqué de esta decisión es la siguiente:

“se esperaba que este marco favoreciera un cierto grado de competencia entre los responsables de las políticas nacionales, contribuyendo de este

2- De la unión comercial a la monetaria. La formación de una unión monetaria no
óptima e incompleta

modo a la creación de buenas prácticas que serían compartidas y emuladas por los demás gobiernos⁶³”.

Una forma alternativa de decir lo mismo, basada en lo expuesto en el marco teórico, es que existía la creencia de que la UEM, por sí sola, generaría un proceso de auto disciplina fiscal y de reformas estructurales que favorecería la integración de las economías participantes. El ideario de la moneda única es que serán las fuerzas de mercado las que desincentiven a los países miembros a registrar desequilibrios macroeconómicos que hagan peligrar su pertenencia a la unión monetaria. Esta creencia explicaría por qué no se desarrollaron mecanismos de compensación interregional, no se profundizó en la unión fiscal, no se crearon mecanismos de financiación paneuropeos o por qué se permitió que la regulación bancaria fuera descentralizada. Todo ello explica, en definitiva, por qué la UEM es un área monetaria incompleta.

⁶³ Para más detalles ver BCE (2001) y BCE (2008).

2.2.1 Coordinación en materia de política económica

De acuerdo al Tratado de la Unión, los países miembros de la moneda única deben llevar a cabo políticas económicas que les permitan la consecución de los objetivos comunes.

Desde enero de 1999 todos los países de la zona euro tienen una política monetaria única que es potestad exclusiva del BCE. Más concretamente, de su consejo de gobierno integrado por los gobernadores de los bancos centrales de los países que han adoptado el euro y los miembros del Comité Ejecutivo del BCE. Esta institución, junto con todos los bancos centrales nacionales, conforma el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)⁶⁴.

Sin embargo, el resto de las políticas económicas, a pesar de que el tratado de Maastricht y el PEC obligan a los estados miembros a cierta coordinación en materia de política económica, siguen estando bajo la soberanía de los países miembros. Dicha coordinación es vigilada por la Comisión Europea y el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN)⁶⁵.

Antes de ingresar en la moneda única, los países miembros debían cumplir con los llamados **criterios de convergencia**. Estos se centraban en cuatro capítulos: la

⁶⁴ La diferencia entre el Eurosistema y el SEBC es que el primero está integrado por los bancos centrales de todos los países miembros, mientras que el segundo lo integran únicamente los bancos centrales de los países miembros del euro. Dado que en un principio se suponía que todos los miembros de la UE acabarían integrando la moneda única, el Tratado se refiere, en muchas ocasiones, al SEBC en referencia al eurosistema. El Eurosistema y el SEBC seguirán coexistiendo mientras continúe habiendo Estados miembros de la UE que no pertenezcan a la zona del euro.

⁶⁵ El ECOFIN está integrado por los Ministros de Economía y Finanzas de los todos los Estados miembros de la UE.

inflación, las finanzas públicas, los tipos de cambio y los tipos de interés a largo plazo⁶⁶.

A raíz de la crisis han surgido dudas sobre la idoneidad de dichos criterios para conseguir la estabilidad de la unión monetaria y sobre los intereses que prevalecieron en su definición⁶⁷. Afxentiou (2000) señala, por ejemplo, que los criterios de Maastricht tienen poco que ver con la convergencia real de los países miembros. Porca y Stiebinger (2014) ponen el acento en el carácter volátil de criterios de convergencia a lo largo del tiempo, ya que en 2014 ninguno de los países periféricos del euro hubiera cumplido con las condiciones necesarias para el ingreso en los capítulos de saldo fiscal o deuda sobre el PIB. Por su parte, De Grauwe (2012) plantea que existen otras experiencias sobre unificaciones monetarias que no han necesitado de criterios de convergencia previos y que han ido acompañadas de un desarrollo institucional que las convierten en uniones monetarias completas. El autor hace referencia al caso concreto de la unificación alemana. También señala que si la Alemania del Este hubiese necesitado cumplir con criterios similares a los del tratado de la UE, la unificación monetaria alemana no se habría producido.

⁶⁶ Los criterios se basan en las disposiciones del artículo 140 del Tratado de la Unión. Según éste la tasa de inflación no debe superar, en el año anterior a la anexión, el 1,5% de los Estados con mejor comportamiento en materia de precios; las finanzas públicas deben encontrarse en situación sostenible (déficit fiscal no superior al 3% del PIB y una deuda pública inferior al 60% del PIB); durante dos años previos a la anexión no debe haberse producido una devaluación frente al euro/ECU de los márgenes normales de fluctuación que establece el mecanismo de tipos de cambio del SME II; y por último, se exige que, durante un período de un año previo al ingreso, los tipos de interés a largo plazo, medidos con referencia a los bonos del Estado, no excedan en más de un 2%, al de los tres Estados miembros con mejor comportamiento en materia de estabilidad de precios.

⁶⁷ Para más información sobre el debate político que rodeó la definición de los criterios de Maastricht ver Baun (1995)

Dadas las críticas a los criterios de convergencia es importante conocer cuáles fueron las razones por las que se eligieron éstos y qué efectos reales han tenido sobre la estabilidad de la unión monetaria.

La necesidad de alinear las tensiones inflacionistas está relacionada con el carácter insostenible de los diferenciales de inflación en el contexto de una moneda única, por la pérdida asociada de competitividad que lleva asociada y que ha sido descrita en clave teórica en el primer capítulo. Por ese motivo era necesario asegurarse cierta convergencia del nivel de precios previo al ingreso en la moneda única.

Sin embargo, el énfasis puesto en la necesidad de demostrar una trayectoria en el mantenimiento de precios en la forma en la que fue articulado refleja el peso que tuvo Alemania en la definición de los criterios de Maastricht. En definitiva, las autoridades alemanas temían formar una moneda común con países con preferencias inflacionistas diferentes a las suyas, lo que, unido a la pérdida del control sobre el banco central, amenazaba el historial demostrado en el mantenimiento de la estabilidad de precios del que emanaba su hegemonía monetaria, como apunta Bukowski (2006). El requerimiento de reducir los desequilibrios fiscales y reducir la deuda apunta en la misma dirección, ya que cuanto menores fuesen éstos, menores serían los incentivos a generar procesos inflacionistas, como apunta De Grawe (2012).

De todas formas, a pesar del cumplimiento de estas condiciones en el momento inicial, en el seno de la zona euro se continuaron registrando diferenciales de inflación. Esto es debido a varios factores. El primero porque los criterios debían cumplirse en el momento del ingreso, pero no necesariamente tras éste. El segundo tiene que ver con la incapacidad del BCE de aplicar políticas monetarias específicas a las necesidades de los diferentes países miembros, y el tercero está relacionado con las propias características de los países miembros, como se aborda en la última sección de éste capítulo.

La medida relativa a la convergencia de los tipos de interés se fundamenta en la voluntad de evitar procesos de arbitraje de cartera entre los bonos emitidos antes y después de formalizarse la unión monetaria, De Grauwe (2012). Pero este requerimiento tiene sus efectos secundarios. En primer lugar, por la falta de equiparación de costes de financiación y calidad crediticia; y en segundo término, por su volatilidad en el tiempo.

La convergencia acelerada de los tipos de interés, si se produce únicamente por la percepción de que los riesgos entre países se equiparan en presencia de una unión monetaria, generará un aumento de la capacidad de endeudamiento, no necesariamente una mejora de la capacidad de pago. Por tanto, no es comprensible que la convergencia de tipos de interés sea un requerimiento aislado que no venga acompañado de métodos que permitieran elevar la calidad crediticia de los países miembros. El euro nace, por ejemplo, sin mecanismos de financiación con garantía colectiva. De hecho, el propio Tratado de Maastricht establece explícitamente que ningún país de la unión, ni el BCE, están obligados a rescatar a un país miembro en dificultades.

“Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos”⁶⁸.

Respecto a la componente temporal, la ausencia de mecanismos de financiación paneuropeos provoca que los costes del endeudamiento de los países miembros puedan evolucionar de forma desigual en función de la percepción del riesgo que se tiene en cada momento. Para sostener la estabilidad de la unión monetaria el

⁶⁸ Artículos 104b del tratado de Maastricht.

criterio de la convergencia de tipos debería haber sido mantenido de manera continuada. Como se analiza en el capítulo cuarto, este defecto en el diseño de los criterios de convergencia tiene un papel principal en la crisis de deuda soberana de los países periféricos del euro.

El criterio que exigía la convergencia de los déficits fiscales y niveles de endeudamiento público emana de la insostenibilidad de mantener desequilibrios presupuestarios prolongados en el contexto de una moneda única. Pero eso no justifica que la UEM naciera sin mecanismos que permitieran llevar a cabo políticas fiscales contra cíclicas, ni que los mecanismos de control presupuestario fueran especialmente laxos, como se analiza a continuación al abordar el papel de los Pactos de Estabilidad.

La falta de mecanismos reales de control eficiente del gasto público se basa en la expectativa de que la moneda única obligaría a las autoridades a mantener un equilibrio fiscal, ya que, como dicta la teoría económica, no es posible mantener un déficit fiscal prolongado con un tipo de cambio fijo. En el caso de la UEM, desde la instauración de la moneda única se produjo un importante proceso de convergencia del déficit fiscal de los países periféricos del euro respecto a los países centrales. Sin embargo, dicha convergencia no fue total y se siguieron manteniendo diferenciales en el saldo de las cuentas públicas y en el volumen de endeudamiento, que se agravaron de manera notable y asimétrica durante la crisis.

Puede decirse, por tanto, que el mecanismo auto corrector de los desequilibrios fiscales por la mera pertenencia a la UEM no se ha cumplido, a pesar de las exigencias previas a la formación de la moneda única. El ajuste fiscal no se ha producido por igual en todos los países, y en aquellos en que sí ha tenido lugar, se ha visto revertido con rapidez en el momento en que ha tenido lugar un deterioro prolongado de la economía.

En resumen, a pesar de los criterios de convergencia, los miembros de la zona euro han sufrido diferenciales inflacionistas, diferentes costes de financiación pública y los desequilibrios de las finanzas públicas no se han evitado. Por tanto, los criterios de convergencia, por sí solos, al no tener que ser mantenidos tras el ingreso, no cumplen el propósito de dar estabilidad a la unión monetaria a largo plazo. Con ese propósito se establece el **PEC**.

En 1997, se acordó el PEC⁶⁹. Su objetivo era que, tras el ingreso en la moneda única, los países miembros siguieran manteniendo la estabilidad alcanzada gracias a los criterios de convergencia.

Para conseguirlo, el PEC se centraba en el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas⁷⁰, mediante la creación de mecanismos correctores para desincentivar los desequilibrios presupuestarios. Éstos contemplaban desde acciones preventivas hasta la teórica imposición de sanciones. Se buscaba con ello evitar el crecimiento de la deuda pública hasta niveles que amenazasen la sostenibilidad de la moneda única.

Sin embargo, la aplicación de los PEC ha sido irregular desde su puesta en marcha en 1999, por lo que sus efectos sobre la armonización fiscal han sido menores de lo esperado⁷¹. Así, en sus primeros años de funcionamiento, seis de sus miembros debieron recibir la apertura de procedimientos por déficit excesivo. Esto provocó que en 2005, tras los incumplimientos de Francia y Alemania, los PEC fueran reformulados introduciendo mayores niveles de flexibilidad⁷².

⁶⁹ Resolución del Consejo Europeo sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (Amsterdam, 17 de junio de 1997). Diario Oficial C 236 de 2.8.1997. Reglamentos (CE) n.os 1466/97 y 1467/97 del Consejo.

⁷⁰ Los gobiernos de los países miembros deberían mantener un déficit presupuestario por debajo del 3% y un ratio de deuda sobre el PIB por debajo del 60%.

⁷¹ Para un análisis detallado de los efectos estimados del PEC ver Eichengreen y Wyplosz (1998).

⁷² Consejo Europeo de Bruselas 22 y 23 de Marzo de 2005.

Ahora bien, lo que cuestiona definitivamente la validez de los PEC como método de armonización fiscal ha sido la crisis económica. Como reconoce el propio BCE:

“La crisis financiera ha puesto de manifiesto importantes deficiencias en el diseño e implementación del marco de gobernanza económica existente de la UE y de la zona del euro en particular. Las reglas fiscales (establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento) se han debilitado con el tiempo, y los procedimientos y las medidas puestas en marcha para reforzar la coordinación de la política económica no se han aplicado”⁷³.

Existen varios problemas derivados de la falta de compromiso con el mantenimiento del equilibrio fiscal en el seno de una moneda única, pero quizás el más importante es el que limita la credibilidad del compromiso cambiario, lo que puede generar la aparición de una crisis financiera por auto cumplimiento de expectativas.

Pero a la hora de analizar las debilidades de la política económica en el seno de la UEM, más importante que la ausencia de compromisos fiscales sólidos entre sus miembros, es la falta de una verdadera integración fiscal.

La ausencia de mecanismos de compensación que permitan, mediante transferencias entre estados, mantener el nivel de demanda en los miembros que se ven afectados por desequilibrios asimétricos, supone una enorme debilidad para la moneda única.

Como se describe en el capítulo cuarto, la falta de integración presupuestaria en la UEM impidió la puesta en marcha de políticas fiscales estabilizadoras tras el estallido de la crisis. Así, los países que atravesaban dificultades de financiación se vieron abocados a implantar políticas presupuestarias restrictivas para compensar el

⁷³ BCE (2011a).

incremento de los desequilibrios generados por el desempleo y la caída de la actividad, agravando con ello la profundidad de la crisis. Pero la contención presupuestaria no pudo impedir que siguieran generándose desequilibrios fiscales, que, a su vez, alimentaban crecientes costes de endeudamiento, provocando una espiral que aún no se ha roto para algunos países de la zona euro⁷⁴.

A la falta de un presupuesto comunitario como mecanismo estabilizador se une, además, la ausencia de un prestamista de última instancia, como se analiza a continuación, al evaluar el papel del **Banco Central Europeo**.

En términos generales, existen dos modelos de banco central. El modelo anglosajón, que se centra en la consecución de una serie de objetivos como la estabilidad de precios, el mantenimiento de niveles de empleo elevados o el crecimiento económico y que se consensuan con el poder político. Y el modelo germano, que se centra en el mantenimiento de los precios como objetivo exclusivo, con absoluta independencia. Aunque la mayoría de los países de la zona euro tenían un banco central de tipo anglosajón, el diseño del BCE que se deriva del Tratado de la UE sigue el modelo germánico, en otra muestra del peso que tuvieron las autoridades alemanas en el proceso de construcción de la moneda única. Esta institución tiene personalidad jurídica propia y goza de una gran independencia en la toma de decisiones. Sus órganos rectores son los únicos responsables de definir y ejecutar la política monetaria única⁷⁵.

Esta política se instrumenta mediante la definición de un objetivo de inflación a medio plazo del 2% anual, y el mantenimiento de unos determinados volúmenes de masa monetaria (M3) que permitan la consecución de dicho objetivo. El BCE puede admitir mayores crecimientos de precios a corto plazo, siempre que estén causados

⁷⁴ Para información más detallada sobre el debate en torno a la unión fiscal consultar Iara (2015).

⁷⁵ Para más información sobre los estatutos del sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE ver BCE (2002).

por perturbaciones no monetarias. Así, la fijación de los tipos de interés por parte del BCE no se adopta para lograr un crecimiento determinado de la oferta monetaria sino para asegurar el mantenimiento de la inflación. Este comportamiento explica por qué se mantuvieron los tipos de interés elevados incluso en los primeros años del estallido de la crisis financiera, a pesar de los efectos sobre economías que sufrían un fuerte nivel de endeudamiento privado a tipos variables.

Otro aspecto relevante de la primacía del objetivo de inflación es que limita otro de los instrumentos que facilita la vuelta al equilibrio ante la aparición de un desequilibrio asimétrico. Si se permite que se incrementen los precios en los países que no lo han sufrido, el ajuste en los países que si lo han experimentado será más sencillo por el efecto de la inflación en el tipo de cambio real. Si por el contrario no se consiente que afloren tensiones inflacionistas y para ello llevan a cabo políticas monetarias restrictivas, todo el peso de los ajustes recaerá sobre los países en problemas. Además, si los términos de intercambio no se equilibran por cambios en los costes relativos, porque los precios de los países que experimentan el shock son rígidos a la baja y los del resto de países no incrementan, los ajustes se producirán mediante una reducción del producto y del empleo.

Por lo tanto, bajo la óptica de la permisividad respecto a la inflación, en un área monetaria, la velocidad de los ajustes y el incremento del desempleo en la región que ha sufrido el desequilibrio de demanda dependerán de la voluntad de los países con superávits de permitir incrementos en los precios.

El estricto control de la inflación en toda circunstancia impide lo que Fisher (1933) define como deflación de deuda⁷⁶:

⁷⁶ El papel de la inflación como solución a la crisis de deuda volvería a ser señalado por Reinhart y Rogoff (2013).

“Cuando el sobreendeudamiento tiene lugar de manera aislada, esto es, no provoca una caída de los precios, o, en otras palabras, cuando es contrarrestado por dinámicas inflacionistas (ya sea por accidente o fruto de un diseño premeditado), el ajuste resultante será mucho más suave”

Respecto a su papel como prestamista de última instancia, el Tratado de la Unión contiene la prohibición expresa al BCE de monetizar la deuda y de rescatar a países en problemas.

“Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros (...) en favor de instituciones u organismos comunitarios, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales, u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o los bancos centrales nacionales.”⁷⁷

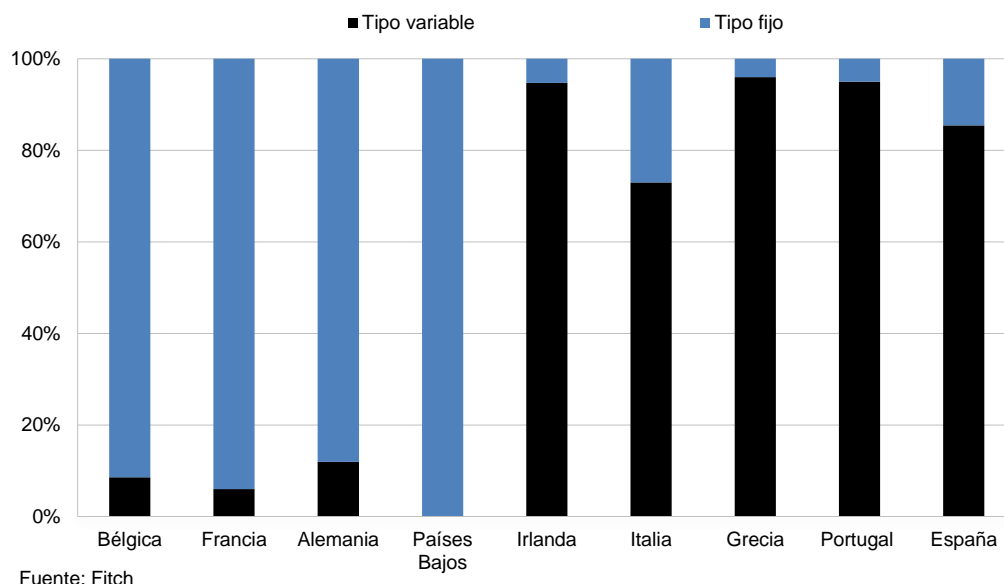
Esta decisión adoptada en el proceso de constitución de la moneda única constituye uno de los mayores obstáculos para que la UEM funcione como una unión monetaria completa. Las limitaciones derivadas de la ausencia de un banco central actuando como prestamista de última instancia y su papel en la aparición de crisis soberanas han sido discutidas ampliamente en el primer capítulo desde un punto de vista teórico. Las consecuencias reales de esta decisión son abordadas en el capítulo cuarto. Sin embargo, es interesante resaltar aquí un aspecto relativo a la prohibición relativa a la adquisición de títulos de deuda pública. El Tratado se refiere a la compra directa de bonos, lo que deja la puerta abierta a la adquisición de éstos en el mercado secundario, como de hecho ocurrió entre 2010 y 2012 y finalmente a principios de 2015. Por lo tanto, las actuaciones del BCE sobre el mercado de deuda

⁷⁷ Artículos 104 del tratado de Maastricht.

pública no pueden ser achacadas solamente a la prohibición de monetizar la deuda, sino al propio mandato del BCE centrado únicamente en variables monetarias.

Otra de las deficiencias constitutivas del BCE que tiene un papel fundamental en la crisis y que está relacionada con la decisión de no transferir todas las funciones propias de un banco central es la ausencia de una supervisión unificada. Hasta la formación de la unión bancaria en 2014, ésta continuó siendo potestad de los bancos centrales nacionales. Esta esquizofrenia normativa es relevante para entender la evolución de las burbujas de crédito en los distintos países europeos. Entre otras cosas, la ausencia de una regulación centralizada permitió que las políticas de concesión de préstamos se relajasen más allá de los límites de la prudencia y de manera desigual entre países. Por ejemplo, es significativo el papel del endeudamiento hipotecario a tipos fijos y variables en los distintos sistemas bancarios de la zona euro. No por coincidencia, los países con un uso más frecuente de los tipos de interés variables en la formalización de hipotecas fueron los que sufrieron una mayor burbuja inmobiliaria y también los que se vieron afectados de manera más directa por las consecuencias de su estallido.

Figura 2.7. Uso del tipo de interés variable en la suscripción de hipotecas residenciales. Varios países de la UEM 2014



Otro ejemplo que pone de manifiesto el efecto de la descentralización regulatoria sobre la estabilidad financiera es el caso de Chipre, donde se permitió que el sistema bancario atrajera capitales a través de una remuneración de depósitos superior a la del resto de los países de la Unión que acabó derivando en la imposición de restricciones de capital y quitas sobre los depósitos.

Un aspecto adicional a destacar sobre la arquitectura del BCE es su papel en la integración financiera de los países de la unión, con el desarrollo de plataformas como TARGET⁷⁸, y en el apoyo a la liquidez de los mercados financieros con su

⁷⁸ Target es un sistema descentralizado de liquidación en tiempo real desarrollado con el triple objetivo de: facilitar la liquidación bruta en tiempo real de operaciones en euros, aumentar la eficiencia de los pagos transfronterizos en el área del euro, y, sobre todo, ofrecer un vehículo para la ejecución de la política monetaria única.

ventanilla de descuento⁷⁹. Es importante detenerse en este último aspecto, ya que existe un enorme contraste entre las actuaciones del BCE en el mercado de bonos soberanos y los mecanismos de apoyo al sistema financiero de los que goza la institución. Sin entender esta peculiaridad del mandato del BCE, no se pueden comprender las respuestas aportadas a la crisis desde los órganos de gobierno de la zona euro.

El BCE utiliza una serie de instrumentos para poner en práctica su política monetaria. El más importante de ellos, por su papel durante la crisis, ha sido el de las operaciones de crédito del Eurosistema que consisten en préstamos a los bancos de los países miembros con un periodo de madurez preestablecido. Entre éstas, las más relevantes, por su volumen, son las Operaciones Principales de Refinanciación del Eurosistema (MROs en sus siglas en inglés) y las Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo (LTROs, en sus siglas en inglés).

Las operaciones de crédito del Eurosistema necesitan además, estar respaldadas por un colateral adecuado⁸⁰ para evitar que el BCE pueda incurrir en pérdidas en caso de que el crédito no sea devuelto en tiempo y forma⁸¹. Con el fin de que el colateral sea considerado suficiente debe cumplir una serie de condiciones que son comunes para todos los miembros del SEBC. Estos requerimientos han ido evolucionando a lo largo del tiempo⁸². Para garantizar que los activos cumplen con los mismos estándares de

⁷⁹ Para mayor detalle sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del SEBC ver BCE (1998).

⁸⁰ Artículo 18.1 de los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

⁸¹ Para que las entidades de crédito presenten valores como garantía de crédito en las operaciones de política monetaria del Eurosistema el BCE estableció el 1 de enero de 1999 un mecanismo llamado *Correspondent Central Banking Model* (CCBM). El CCBM fue introducido con el objetivo de que todos los activos para operaciones de política monetaria o para obtener liquidez en el mecanismo TARGET2 estuvieran disponibles para todas las contrapartidas, independientemente del lugar de origen de los activos o de las contrapartes.

⁸² Para más detalle sobre la evolución de los requerimientos del colateral ver BCE (2013).

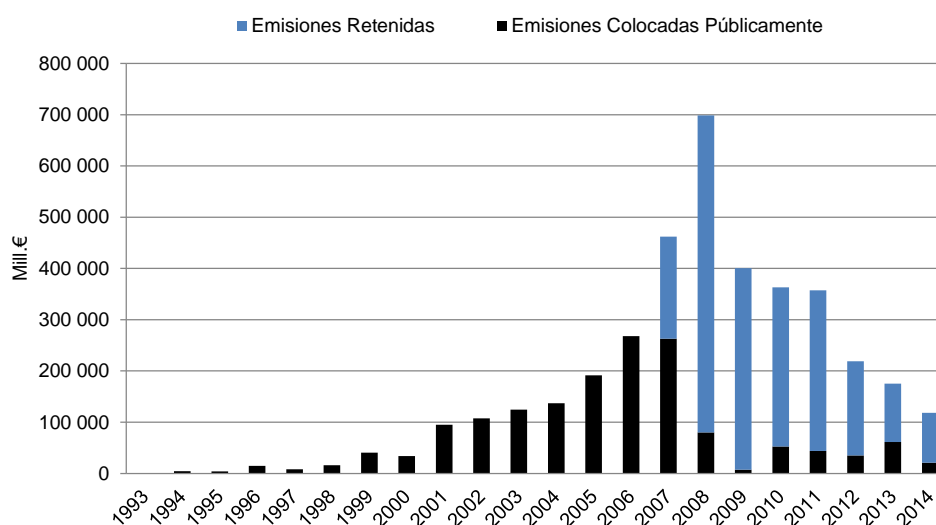
crédito se creó el Sistema de Evaluación del Crédito del Eurosistema (European Credit Assessment Framework o ECAF), que se basa en diversas fuentes de valoración, siendo las más relevantes las agencias de rating.

Desde el estallido de la crisis se ha producido una expansión de la lista de activos elegibles para permitir que los bancos de la UEM pudieran seguir accediendo a las operaciones de refinanciación en un escenario de desapalancamiento. La elegibilidad de los activos fue especialmente relajada de cara a las LTROs de diciembre de 2011 y febrero de 2012.

Este cambio en los criterios de elegibilidad es muy relevante, ya que permitió que se siguieran emitiendo bonos de titulización en Europa incluso a mayor ritmo que en los años precedentes, a pesar del cierre de los mercados a los productos de financiación estructurada desde mediados de 2007. Este aspecto de las políticas de recompra de bonos por parte del BCE es crucial, ya que permitió que los bancos continuaran teniendo activos que descontar sin que fuera necesario que emitiesen nuevo crédito.

El efecto de la política de descuento de bonos en el BCE puede observarse claramente en la Figura 2.8 en la que se consolidan las emisiones de Bélgica, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal y España en el período 1993-2014 distinguiendo entre emisiones colocadas en mercado y emisiones retenidas para operaciones de descuento. Como puede verse, los cambios en los requerimientos de elegibilidad para el descuento de bonos permitieron que se siguiera originando un volumen importante de éstos con el único propósito de acceder a la ventanilla de liquidez.

Figura 2.8. Emisiones de titulización. Europa 1993-2014



Fuente: Sifma

Por lo que respecta a las cédulas, el efecto anterior aún es más acusado, hasta el punto de que algunas jurisdicciones llegaron incluso a modificar la legislación relativa a las mismas como resultado de la introducción del programa de compra de cédulas (*covered bond purchase program* (CBPP)) por parte del Eurosistema en Julio de 2009.

Aunque en España no fue necesaria ninguna modificación legislativa para permitir el descuento en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, lo cierto es que tanto las emisiones de cédulas como las de bonos de titulización continuaron estando impulsadas por la política de recompras del BCE.

A raíz del continuo crecimiento de ésta, aun cuando los mercados estaban cerrados, y gracias a la relajación de los criterios de elegibilidad, se produjo un aumento de los activos en manos del sistema financiero elegibles para el descuento, a pesar de que no se estaba concediendo nuevo crédito. En términos agregados el valor nominal vivo de los activos elegibles aumentó más del 46% entre 2007 y 2012. Al igual que el volumen de activos potencialmente descontables, los activos actualmente descontados también crecieron de forma significativa desde que comenzara la crisis.

De los activos elegibles para descuento los más utilizados han sido las cédulas y los bonos de titulización. En 2004 el 16,4% de los bonos de titulización y las cédulas de los bancos eran usados para obtener liquidez. Desde el año 2007 esta cifra fue aumentando paulatinamente hasta que un tercio de los bonos de titulización y las cédulas elegibles para descuento estaban efectivamente descontados en las operaciones de liquidez del Eurosistema. Como se verá en el capítulo cuarto, este hecho refleja la estrategia de los bancos de comprar deuda soberana con altos rendimientos, con la liquidez que les proporcionaba descontar activos de baja rentabilidad en la ventanilla del BCE.

De todo lo anterior se pueden extraer dos conclusiones respecto al papel de las autoridades monetarias en la provisión de liquidez. La primera, que desde la formación de la UEM se ponen en marcha mecanismos para apoyar a los sistemas financieros a través de los programas de recompra de activos, pero no se establecen mecanismos de recompra de bonos soberanos. La segunda, el recurso masivo a descontar productos de financiación estructurada como respuesta a la crisis que es, a su vez, alimentado por la decisión de aumentar los criterios de elegibilidad. Como se pondrá de manifiesto en el capítulo cuarto, la elección de este mecanismo para garantizar la liquidez en las economías en problemas ha sido muy ineficiente a la hora de proporcionar crédito a la economía real. Los programas de recompra de bonos han ayudado a mantener, principalmente, la cuenta de resultados de los bancos. Pero las actuaciones del BCE no han garantizado que los mecanismos de transmisión monetaria funcionasen correctamente. De esta forma, el impulso monetario ha quedado embalsado en el sector financiero y no ha llegado a la economía real.

Este mecanismo de intervención en los mercados deja en evidencia, una vez más, el carácter incompleto de la UEM. Mientras el BCE apostaba principalmente por la

recompraba de bonos estructurados⁸³ cuyos efectos no se han dejado notar en la economía real, otros países con monedas de reserva optaron por programas de inyección de liquidez que incluían la compra masiva de bonos soberanos (*quantitative easing* o QE), como Estados Unidos o Reino Unido, con mejores resultados sobre el comportamiento de la economía⁸⁴.

Ante la ineficiencia del marco institucional de la UEM para responder a la crisis, éste ha debido reformularse. La cuestión que se abre tras dichas modificaciones, es si corrigen los defectos anteriores y convierten a la zona euro en un área monetaria completa.

⁸³ El volumen de recursos destinados a los programas de descuento a largo plazo fue cinco veces superior al destinado a la compra de bonos soberanos.

⁸⁴ Los programas de compra de bonos soberanos llevados a cabo por el BCE entre 2010 y 2012 bajo la denominación de *Securities Markets Programme* (SMP), representaron, en volumen, menos de un 10% de las compras de papel público realizadas por la Reserva Federal de Estados Unidos durante la crisis.

2.2.2 La reforma del marco institucional. ¿Hacia una unión monetaria completa?

La profundidad de la crisis de deuda soberana sufrida en el seno de la moneda única ha puesto de manifiesto las debilidades del diseño de la política económica. Esto ha desencadenado un proceso de reforma institucional que aún está en marcha⁸⁵.

En este apartado se analizan estos cambios institucionales. Se pretende entender si con ellos se ha transformado la arquitectura institucional de la UEM para convertirla en una unión monetaria completa. Para ello se abordan dos de los cambios más relevantes a este respecto: la unión bancaria y los programas de rescate.

La Unión Bancaria

La necesidad de una unión bancaria emerge de los desequilibrios generados por la descentralización de la misma. El propio Parlamento Europeo, al explicar las razones para su puesta en marcha, señala que:

“La unión bancaria forma parte de un marco financiero integrado y de una respuesta a múltiples crisis económicas y financieras que se concibió cuando quedó patente que era necesaria una reforma sólida que solucionara las deficiencias en materia de regulación y supervisión.”

La unión bancaria se basa en tres desarrollos legislativos⁸⁶: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS)⁸⁷; el Mecanismo Único de Resolución (MUR) soportado por el Fondo Único de Resolución (FUR)⁸⁸; y el Fondo de garantía de depósitos⁸⁹.

⁸⁵ Para conocer las propuestas elaboradas desde la vertiente oficial ver Van Rompuy (2012) y BCE (2010b).

⁸⁶ Artículos 114 y 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

⁸⁷ El acuerdo político para el establecimiento del MUS fue alcanzado en Marzo de 2013 por el Parlamento y el Consejo.

Todos ellos son relevantes de cara a evitar que se vuelvan a desencadenar algunos de los mecanismos que han permitido la formación de la burbuja crediticia y su transformación en una crisis de deuda bancaria. Además, los desarrollos legislativos ligados a la misma han permitido una mejor capitalización de las instituciones financieras por lo que la aparición de una crisis bancaria es menos probable⁹⁰.

Respecto a la supervisión bancaria, el MUS crea un nuevo sistema de supervisión formado por el BCE y las autoridades nacionales competentes de los países de la UE participantes. Los países de la zona euro quedan adheridos a la unión bancaria de manera automática, mientras que para el resto de países de la UE la pertenencia es voluntaria.

Los principales objetivos del MUS son velar por la seguridad y la solidez del sistema bancario europeo y aumentar la integración y estabilidad financieras en Europa. Para ello, el MUS se centra en la supervisión directa de los 128 bancos de mayor tamaño de la zona euro. El resto de instituciones continúan siendo supervisadas por los bancos centrales de cada país miembro, aunque la responsabilidad última recaiga sobre el BCE.

De todas formas, a pesar de las mejoras en los procesos de supervisión centralizada, éstos siguen ofreciendo algunas deficiencias. En primer lugar, no todas las instituciones financieras de la UEM quedan cubiertas por el MUS. Y en segundo, no se ha avanzado en el establecimiento de un reglamento bancario común. Un ejemplo

⁸⁸ Su principal desarrollo legislativo es la directiva sobre reestructuración y resolución bancaria *Bank Restructuring and Resolution Directive (BRRD)* de mayo de 2014. (Directiva 2014/59/EU)

⁸⁹ Artículo 10 de la Directiva 2014/49/UE.

⁹⁰ En abril de 2014, el Parlamento aprobó la cuarta Directiva sobre requisitos de capital (DRC) y el Reglamento sobre requisitos de capital (RRC) que suponen la adaptación de Basilea III a la legislación europea. Los desarrollos legislativos se aplican a todos los bancos de la UE y refuerzan las normas de capitalización bancaria y liquidez.

de ello son las medidas puestas en marcha por el Banco Central Irlandés para limitar la concesión de créditos hipotecarios que no se van a establecer en otros países europeos⁹¹. Este hecho es relevante ya que podría provocar, en el futuro, la aparición de una nueva burbuja inmobiliaria de carácter asimétrico entre los países de la zona euro que implanten medidas de este tipo y los que no lo hagan.

Por lo que respecta a los mecanismos de resolución bancaria, la principal idea que subyace a su implantación es que los fondos públicos no tengan que volver a hacerse cargo del coste del rescate de las entidades financieras. Para ello, la directiva del BRRD fija los mecanismos de reestructuración o eventualmente resolución de una entidad financiera en problemas y establece reglas claras de absorción de pérdidas por parte de accionistas y acreedores. En caso de no ser suficiente este mecanismo, se podrá recurrir al Fondo Único de Resolución (FUR) que se dotará de fondos a lo largo de los próximos ocho años hasta un valor de 55.000 millones de euros, cantidad que se antoja insuficiente visto el coste del rescate de los sistemas financieros irlandés o español.

El mecanismo de resolución bancaria, si se implementa de manera eficiente cuando se produzca una quiebra en el sistema financiero, es fundamental para impedir la transformación de una crisis bancaria en una crisis de deuda soberana. La lógica en la que se basa dicha afirmación es que los inversores en deuda pública entenderán que el riesgo soberano está aislado de los eventuales problemas en una o varias instituciones del sistema financiero. Por lo tanto, no deberían trasladar al coste de endeudamiento del Estado las dudas sobre la viabilidad de su sistema financiero. De todas formas, éste es un mecanismo que no ha sido probado aún y no existe certeza sobre su verdadera capacidad de aplicación cuando un banco de tamaño medio o grande se enfrente a un proceso de liquidación.

⁹¹ Para más información ver: Central Bank of Ireland, Supervision and Enforcement Act 2013 (section 48), Housing Loan Requirements Regulation 2015.

Otro aspecto importante del mecanismo de resolución es que impide que los inversores en las instituciones financieras descuenten que llegado el momento se activarán mecanismos de rescate bancario supranacionales que impedirán el traslado de pérdidas a los inversores. Con esto se corrige uno de los inconvenientes de las uniones monetarias que es el riesgo moral de las decisiones de inversión, Fanelli (2002).

El tercer pilar de la unión bancaria es la Directiva relativa a los sistemas de garantía de depósitos. El fondo de garantía de depósitos paneuropeo supone una protección absolutamente necesaria para evitar una corrida bancaria con lo que protege a las instituciones financieras de la UEM de que se produzca una crisis bancaria por auto cumplimiento de expectativas. De todas formas, la capitalización del mismo aún está lejos de dotarse plenamente por lo que su capacidad real de actuación aún es limitada⁹². También es discutible que un 0.8% de cobertura sobre el total de los depósitos sea suficiente si llega a producirse una corrida bancaria generalizada en un país ante, por ejemplo, dudas sobre la sostenibilidad de la moneda única.

En resumen, puede decirse que, aunque la unión bancaria todavía tiene que desarrollarse en su totalidad, sí mejora alguna de las deficiencias del sistema anterior. La unión bancaria homogeniza los criterios de supervisión y protege a los depositantes a nivel europeo. Además, supone una mejor capitalización de las instituciones financieras y crea un cortafuegos entre las crisis bancarias y las crisis de deuda soberana. Por el contrario, aún no impide que se produzcan disparidades en los criterios de concesión de préstamos ante la ausencia de una normativa bancaria absolutamente única, lo que bien puede suponer la antesala de una futura burbuja crediticia de carácter asimétrico.

⁹² “Los Estados miembros garantizarán que, a más tardar el 3 de julio de 2024, los recursos financieros a disposición de un Sistema de Garantía de Depósitos alcancen como mínimo el nivel objetivo de un 0,8% del importe de los depósitos con cobertura de sus miembros.”

Los programas de rescate

Las transferencias de recursos entre países en el seno de una unión monetaria son fundamentales para el sostenimiento de la misma ante la aparición de desequilibrios asimétricos, ya que permiten llevar a cabo políticas activas de recuperación de la demanda. Sin embargo, la UEM nace sin un marco apropiado que desarrolle estos mecanismos. Sólo a raíz de la crisis se ponen en marcha programas de rescate. Aquí se plantea si éstos cumplen la función estabilizadora que en una unión monetaria completa tendrían las transferencias entre regiones.

El debate sobre el efecto de los programas de ajuste es muy extenso por los efectos que ha tenido sobre las economías que los han solicitado, especialmente la griega. Sin embargo, para el objeto de esta tesis, lo relevante del estudio de los mismos es saber en qué medida modifican el carácter incompleto de la unión monetaria.

Los primeros programas de rescate se pusieron en marcha en mayo de 2010 bajo los nombres de Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés) y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés). El objetivo de estos programas temporales era salvaguardar la estabilidad financiera en Europa mediante la asistencia a los países de la zona euro que así lo solicitasen⁹³. Para sustituir a estos mecanismos temporales, en marzo de 2011 se acuerda la creación de un mecanismo permanente para afrontar crisis financieras, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)⁹⁴, aunque éste no entraría en

⁹³ El EFSM/EFSF fue solicitado por Irlanda, Portugal y Grecia. Los fondos disponibles en el marco del programa de rescate ascendían a 22.500 millones de euros en el caso irlandés, 26.000 millones de euros en el caso portugués, y 143.000 millones de euros en el griego, de los que se han dispuesto 141.700 millones de euros. Los programas irlandés y portugués se extendían hasta 2014 y el griego hasta febrero de 2015.

⁹⁴ El MEDE está dotado con 705.000 millones de euros, de los que se encuentran desembolsados 80.000 millones de euros.

funcionamiento hasta octubre de 2012⁹⁵. El MEDE ha sido el responsable de la provisión de fondos al sistema financiero español y chipriota.

La asistencia financiera bajo los programas de ayuda llevaba aparejada una fuerte condicionalidad para los países que la solicitaban. Se trataba de ayuda financiera en un contexto de difícil acceso a los mercados, a cambio de aplicar unas recetas económicas de austeridad presupuestaria vigiladas por el FMI, la Comisión Europea y el BCE. Los programas estaban sustentados sobre base de la cesión de la soberanía en materia de política económica lo que, dada la carga ideológica de los paquetes de rescate, se tradujo en fuertes ajustes en las cuentas públicas. Esto previno a otros estados miembros de solicitarla. Sólo lo hicieron aquellos gobiernos en los que la presión de los mercados, medida por los diferenciales de la deuda, hacía insostenible el mantenimiento de las cuentas públicas. Esta condicionalidad constituye la primera gran diferencia con un mecanismo de apoyo presupuestario entre países. La otra gran diferencia es que los mal llamados programas de rescate no son, en realidad, más que programas de asistencia financiera en situaciones en las que el acceso a los mercados de deuda se encuentra cerrado.

Sin embargo, como se aborda en el capítulo cuarto, durante la crisis los mercados ejercieron diferentes niveles de presión sobre las economías de la eurozona independientemente de los desequilibrios macroeconómicos que éstas sufrieran. De hecho, como señalan De Grauwe y Ji (2013), ni siquiera la condicionalidad, medida como el recorte del gasto sobre el total del PIB, estuvo ligada al tamaño de los desequilibrios, sino con la percepción de los mercados, medida ésta como el diferencial sobre la deuda.

En resumen, los programas de rescate, en su formulación actual, no sirven para disipar las dudas sobre la sostenibilidad de la moneda única que es la razón última

⁹⁵ Para más información véase BCE (2011a).

2- De la unión comercial a la monetaria. La formación de una unión monetaria no óptima e incompleta

de la crisis de deuda soberana. Tampoco se asemejan a las transferencias presupuestarias para poder desarrollar políticas fiscales de carácter contra cíclico que se producirían en el contexto de una unión monetaria completa ante la aparición de un desequilibrio asimétrico y a las que se hacía referencia en el marco teórico. Son, por el contrario, una ejemplificación del estrecho margen de maniobra que deja la UEM a sus miembros para llevar a cabo políticas estabilizadoras. Por tanto, puede decirse que, a diferencia de la unión bancaria, los mecanismos de ayuda no han servido para corregir el carácter incompleto de la UEM.

2.3 La UEM: un área monetaria no óptima

En este apartado se analiza si, en el momento de la formación de la UEM, las peculiaridades de los países de la zona euro estaban en consonancia con los requisitos para formar área monetaria óptima de acuerdo a la formulación teórica que ha sido abordada en el primer capítulo, y si lo hacen hoy, dieciséis años después de la formación de la moneda única. Para ello, se evalúan las principales características citadas en la teoría clásica: inercia inflacionaria, estructura productiva, grado de apertura, semejanza de los ciclos económicos, movilidad de los factores productivos -especialmente el trabajo- y nivel de integración de los mercados financieros.

Para formar un área monetaria óptima, los países que se agrupan en torno a una moneda común deben tener un historial inflacionario similar, Corden (1972). De lo contrario, la unión monetaria puede generar **diferenciales de inflación** que deriven en una pérdida de competitividad de unos socios respecto a otros.

La lógica que subyacía a la integración monetaria era que, de la mano de ésta y asumiendo la libre circulación de bienes y servicios, los precios de los bienes transables tenderían a equilibrarse favoreciendo una convergencia de los precios. Sin embargo, ese planteamiento ignoraba que los diferenciales de inflación tienen una elevada inercia, Edwards (2000), y una fuerte componente estructural. Así, a pesar de la contención generalizada de los precios en la eurozona, los países que habían registrado niveles de inflación mayores a la media continuaron haciéndolo una vez dentro de la moneda única, Krugman y Obstfeld (2006).

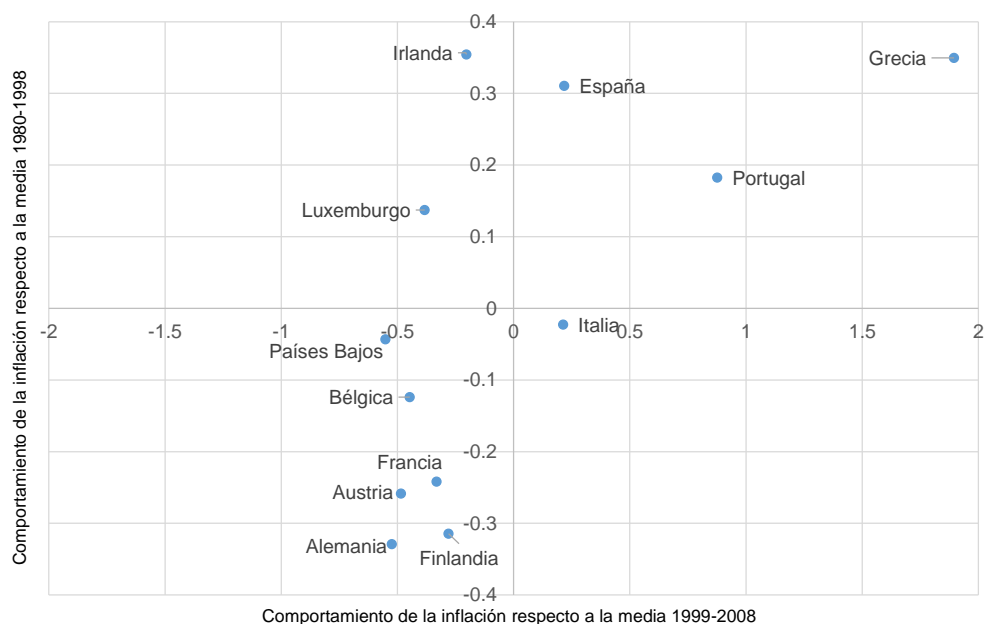
Como puede observarse en la tabla de la Figura A.1 del apéndice I, efectivamente, una vez instaurada la moneda única, se han seguido manteniendo diferenciales de inflación entre los miembros de la eurozona. Los países que más los han sufrido han

2- De la unión comercial a la monetaria. La formación de una unión monetaria no óptima e incompleta

sido Irlanda, España, y Grecia. Así, entre 1999 y 2007, el IPC medio registrado en estos países fue superior al 3%, mientras que en Alemania no superó el 1,7%.

Dicha persistencia queda reflejada de manera clara en el siguiente gráfico. En él, se mide la evolución de la inflación en dos periodos diferentes, el primero comprendido entre 1980 y 1998, y el segundo entre 1999 y 2008. Para cada uno de los periodos se analiza si la inflación de un país estuvo por encima o por debajo de la inflación media del conjunto. Las conclusiones del análisis muestran que las economías española, griega y portuguesa registraron crecimientos de precios superiores a la media en el primer periodo, y continuaron haciéndolo en el segundo. Por el contrario, Alemania, Francia, Finlandia, Austria, Bélgica y los Países Bajos tuvieron en ambos periodos un comportamiento mejor a la media. Solo Italia, Luxemburgo e Irlanda muestran un comportamiento dispar entre un periodo y otro.

2.9 Diferenciales de inflación. UEM 1980-2008



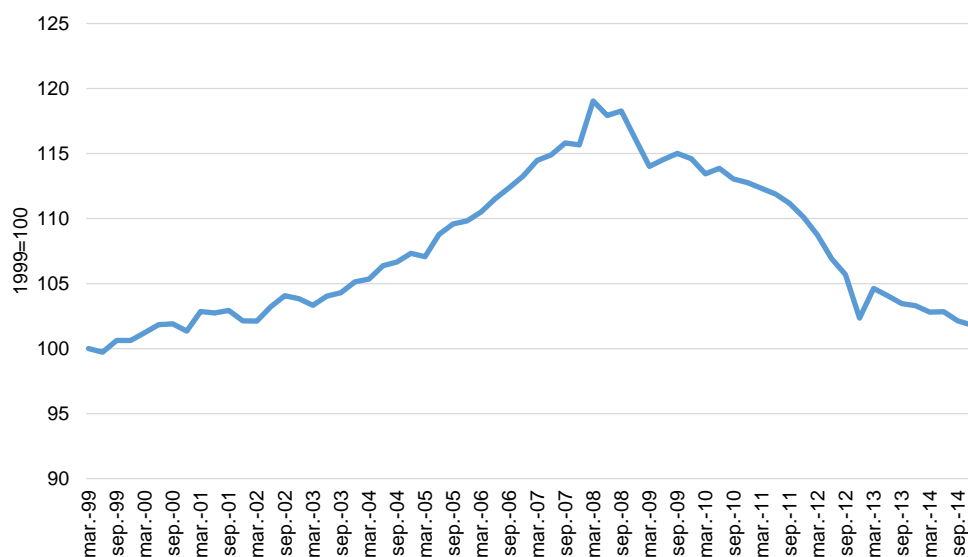
Fuente: FMI

De este análisis podría concluirse que las economías de los países centrales del euro estaban mejor equipadas para formar un área monetaria entre sí, por lo que a los

diferenciales inflacionistas se refiere. Por lo que respecta a las economías periféricas las conclusiones no son tan claras ya que éstas no forman un grupo homogéneo en lo que a las dinámicas de precios se refiere.

Esta asimetría en el comportamiento de los precios provocó un deterioro sostenido de la relación real de intercambio entre el centro y la periferia durante la fase alcista del ciclo. Este deterioro es especialmente notable para el caso de la economía española, que se tradujo en una pérdida de competitividad notable que sólo ha vuelto a revertirse durante la crisis cuando las dinámicas de precios se han revertido.

Figura 2.10. Índice de competitividad 1999=100. España 1999-2014



Fuente: Banco de España

Distintos factores estructurales y cíclicos explican el mantenimiento de diferenciales de inflación entre los países miembros de la UEM, especialmente durante el periodo expansivo⁹⁶.

⁹⁶ Para más información sobre la evolución de los diferenciales de inflación y sus efectos consultar: Andersson, et al (2009), Haan (2010), Berk (2012) y BCE (2012b).

En este sentido son interesantes las contribuciones de Grauwe y Skudelny (2002), que realizan un estudio sobre el efecto Balassa-Samuelson en la UEM para el periodo 1970-1995. En él se concluye que existe una elevada correlación entre los diferenciales de productividad de los sectores transables y no transables, y el sostenimiento de diferentes niveles de inflación en los trece países europeos analizados.

Krugman y Obstfeld (2006) también señalan la existencia de importantes diferencias de productividad entre los miembros de la UEM. Según los autores, los países centrales del euro están mejor dotados de capital y de trabajo cualificado que los de la periferia europea. Esto se refleja, por ejemplo, en la producción de bienes intensivos en mano de obra poco cualificada que proviene, en su mayoría, del sur de Europa. En esta misma línea, Luengo y Vicent (2014), señalan la existencia de una brecha entre la productividad de la economía española y la de los países más avanzados del entorno. Los autores hacen referencia, en concreto, a las diferencias en la capacitación para la fabricación de bienes de media-alta y alta tecnología que se refleja en el déficit comercial de los mismos. Estos apuntan, además, a un aumento de dicha disparidad entre los años 2000 y 2007.

Sobre la evolución de la especialización productiva en el seno de la unión monetaria son también interesantes las aportaciones hechas por Krugman (1993). Según el autor, en una moneda única los países miembros tienden a especializarse en la producción de bienes en los que son más competitivos. Por tanto, es importante que la capacitación productiva de partida sea similar. De lo contrario, la integración monetaria puede provocar que, con el paso del tiempo, las diferencias estructurales se agraven por el referido aumento de la especialización. Siguiendo esta lógica, Vale (2008)⁹⁷, apunta que la creación del euro ha tenido un impacto estadísticamente

⁹⁷ El autor investiga la evolución de la especialización productiva en cuatro países de la UEM, Portugal, Francia, Finlandia e Irlanda.

significativo en el aumento de la especialización productiva, lo que vendría a ahondar las diferencias de partida.

Por lo que respecta al **grado de apertura**⁹⁸, cabe señalar que el peso de los intercambios comerciales sobre el PIB era muy diferente entre los Estados miembros en el momento de la formación de la UEM y sigue siéndolo hoy en día, como puede observarse en la Figura 2.10. Todo ello, a pesar de que el grado de apertura de todas las economías integradas en la moneda única sí ha crecido de manera significativa desde la introducción del euro.

El análisis del grado de apertura de las economías de la zona euro en el período 1999-2013 muestra que el peso del comercio sobre el PIB ha crecido para todos los países miembros de la UEM. Durante ese período, éste aumentó, para el conjunto de la zona euro, en un 33%. De todas formas, a pesar de ser este crecimiento muy significativo, ha habido otros periodos históricos en los que se ha observado un mayor avance en el grado de apertura. Por ejemplo, en el intervalo también de quince años, comprendido entre 1971 y 1985 el peso del comercio sobre el PIB aumentó en un 44%.

Otro aspecto a tener en cuenta a la hora de revisar la literatura que analiza el impulso de la moneda única sobre el grado de apertura es que, algunos autores, como Micco, Stein y Ordoñez (2002), al evaluarlo, tienen en cuenta el incremento de éste en los años inmediatamente anteriores a la introducción del euro, lo que magnifica el impacto de la moneda única en esta variable. Sin embargo, parece discutible que la futura integración monetaria tuviera un efecto adelantado sobre una variable como el comercio⁹⁹. Es más lógico pensar que este aumento del grado

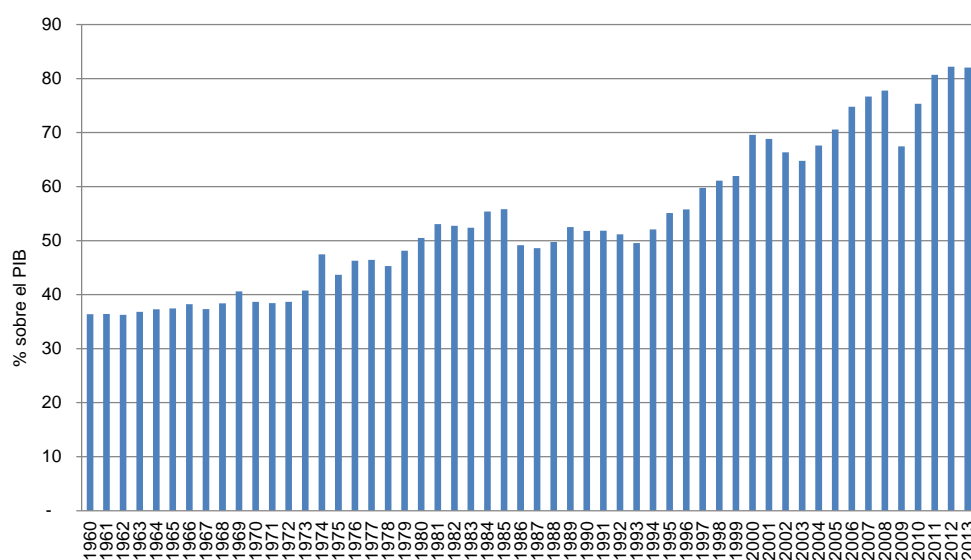
⁹⁸ Se entiende por tasa de apertura a la suma de las importaciones y las exportaciones sobre el PIB.

⁹⁹ Aunque se tome como referencia el año 1997, el incremento en el grado de apertura no es superior al 37%.

2- De la unión comercial a la monetaria. La formación de una unión monetaria no
óptima e incompleta

de apertura entre 1993 y 1999 se deba al efecto de la liberalización comercial producido por el tratado de la unión que a la futura unión monetaria.

Figura 2.11. Peso del comercio sobre el PIB. Zona Euro 1960-2013



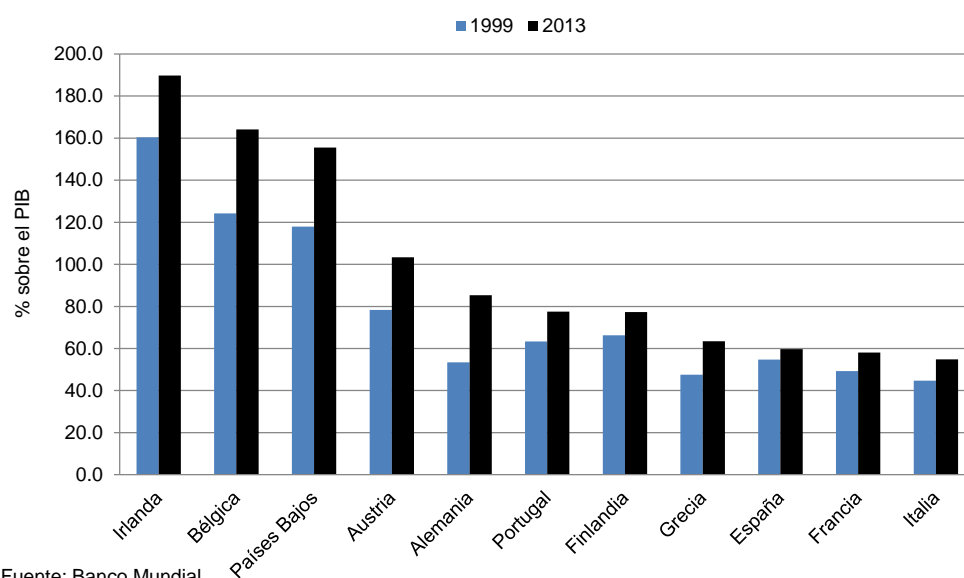
Fuente: Banco Mundial

Pero a pesar del incremento en el coeficiente de apertura experimentado durante el periodo de unificación monetaria, existe una importante disparidad en el grado de exposición al sector exterior entre los miembros de la zona euro. En 1998, entran a formar parte de la UEM países con un peso del comercio sobre el total de su economía superior al cien por cien, como Luxemburgo, Irlanda, Bélgica o los Países Bajos, junto a otros en los que éste no superaba el 50%, como Italia o Francia. En 2013, el grado de apertura de todas las economías europeas había incrementado. No existía ya ninguna en la que el peso del comercio sobre el PIB fuera inferior al mencionado 50%. Sin embargo, en términos relativos, la distancia entre países había aumentado. La desviación típica sobre la media del grado de apertura había crecido del 58% en 1998 al 91% en 2013. Estos datos están calculados incluyendo a Luxemburgo, cuyas características económicas distorsionan la media. Pero aunque se excluya a éste, también se observa un aumento de la disparidad en el grado de apertura, que pasa del 38% al 48%.

2- De la unión comercial a la monetaria. La formación de una unión monetaria no óptima e incompleta

Si se amplía la muestra a todas las economías que a día de hoy conforman la moneda única, exceptuando Luxemburgo, las conclusiones son idénticas. La desviación típica respecto a la media de la tasa de apertura para todo el conjunto de la zona euro es del 49%.

Figura 2.12. Tasa de apertura 1998 Vs 2013



Estos datos ponen de manifiesto que la UEM no aglutinaba a países con una vocación exterior similar en el momento de su formación, y sigue sin hacerlo, a pesar de los avances en esta materia de la mano de la integración monetaria. Por otra parte, esto era de esperar, dado que el peso del comercio exterior en una economía es una característica intrínseca a su estructura, tamaño del mercado interno, localización geográfica o grado de especialización, entre otras, y por tanto, es difícil que pueda llegar a converger.

Otra posible conclusión de este análisis es que atendiendo a la característica del grado de apertura, los países mejor equipados para formar un área monetaria óptima no necesariamente coinciden con los señalados a la hora de evaluar las dinámicas inflacionistas.

Por lo que respecta al comportamiento de los **ciclos económicos**, tampoco existen datos que apoyen la existencia de una elevada correlación de éstos en el conjunto de la zona euro. En Bayoumi y Eichengreen (1992) se recogen datos de 11 países miembros de la UE para analizar los desequilibrios en la demanda agregada que experimentan y compararlos con datos regionales de los Estados Unidos. El estudio llega a la conclusión de que los desequilibrios son más comunes en los países de la Unión y que, por tanto, su idoneidad como área monetaria óptima es menor que la de los Estados Unidos. Otra de las conclusiones del estudio es que la recuperación tras la aparición de una perturbación es también más lenta en los países de la UEM. Los hechos descritos se reflejan en la evolución de las tasas de crecimiento. Durante los 30 años previos a la formación de la moneda única, la correlación entre el incremento del PIB en Alemania y el resto de los países europeos analizados era del 0.58. Por su parte, la comparativa entre las regiones del medio oeste y el resto de regiones de los Estados Unidos, en ese período, arrojaba un resultado del 0.69.

El mismo análisis, pero circunscrito a Alemania y sus países limítrofes, refleja que este subconjunto de países sufre shocks de magnitud y frecuencia similar a los experimentados a nivel regional en los Estados Unidos y que las tasas de crecimiento están también más correlacionadas. Esto sugiere la existencia de un área monetaria óptima dentro de la UEM, aunque el conjunto de la zona euro no se comporte como tal.

En contra de los datos sobre la disparidad de los ciclos productivos de las economías europeas, Frankel y Rose (1998) argumentaban que la pertenencia a una moneda única, al aumentar el comercio bilateral, llevaría aparejada un aumento de la correlación de éstos. En esa misma línea Gächter y Riedl (2014), basándose en el período 1993-2011, concluyen que la adopción de la moneda única ha aumentado la armonización de los ciclos productivos entre los países miembros. Sin embargo, no existe consenso sobre la materia. Por ejemplo, Christodouloupoulou (2014) considera que no existe una evidencia empírica robusta sobre los efectos de la unión

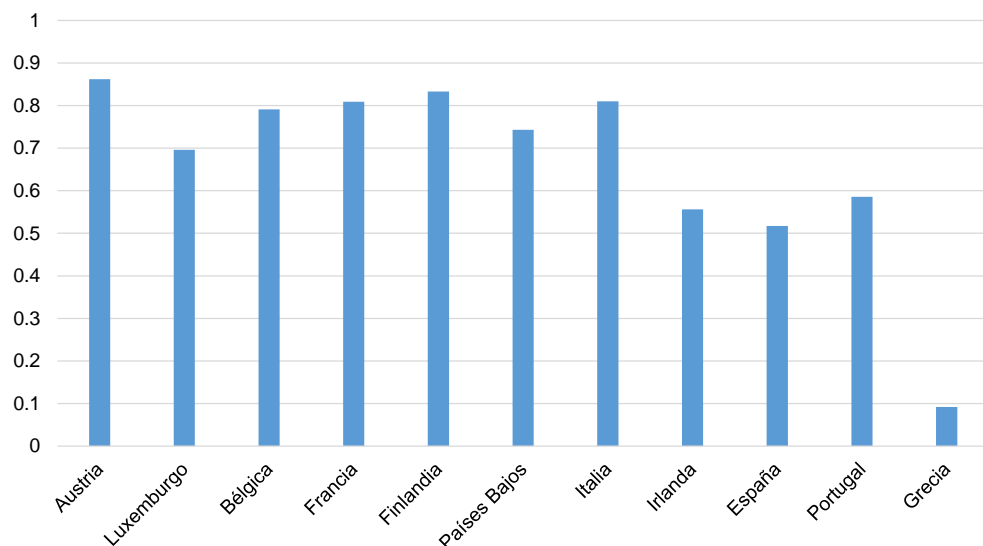
2- De la unión comercial a la monetaria. La formación de una unión monetaria no óptima e incompleta

monetaria en la convergencia de los ciclos económicos. El estudio revela, sin embargo, un incremento significativo de éstos entre los países centrales del euro. Son, de hecho, los países periféricos los que impiden que se produzca un aumento mayor para el conjunto de la UEM. Esto último estaría en consonancia con los argumentos de Bayoumi y Eichengreen (1992) cuando apunta que sólo los países centrales del euro reúnen las características de un área monetaria óptima.

Una posible crítica a los estudios que apuntan en la dirección de la armonización de los ciclos económicos, es que se centran en la época de bonanza durante la cual también se observa convergencia entre países fuera de la zona euro. Como señala el informe de la Comisión Europea (2008), durante los años inmediatamente posteriores a la formación de la moneda única, la economía británica mostró un comportamiento similar al del conjunto de la UEM. En esa misma dirección apunta Holden (2009) para el caso de la economía sueca.

Sin embargo, si se realiza el estudio de la correlación del crecimiento de los países europeos con Alemania, teniendo en cuenta todo el periodo de funcionamiento de la moneda única (1999-2014), se llega a conclusiones similares a las descritas para el periodo anterior a la formación de la UEM. Esto es, existe una elevada correlación entre la evolución del PIB de los países centrales del euro, pero ésta es mucho menor con España, Irlanda, Portugal, y especialmente Grecia.

Figura 2.13. Correlación con el crecimiento de la economía alemana. UEM 1999-2014



Fuente: FMI, Elaboración propia

En el debate sobre la **movilidad laboral** como elemento estabilizador, cabe señalar que la UE la ha favorecido con la progresiva eliminación de las barreras a la libre circulación de personas que, en el momento de la introducción del euro, era ya total¹⁰⁰.

Sin embargo, los principales obstáculos a la movilidad del trabajo en el seno de la UEM no tienen que ver con la eliminación de las barreras a la inmigración. Como señalaba Kenen (1969), al referirse a la importancia de la movilidad ocupacional, hay otros factores más limitantes de tipo cultural, lingüístico o de nivel formativo. Estos impedimentos de carácter estructural explicarían que las migraciones por motivos laborales sean significativamente menores en la UEM que en otras economías comparables. Por ejemplo, en Estados Unidos, de acuerdo a Mourlon-Druol (2011), el 2,5% de la población en edad de trabajar cambia de estado cada año. Por el contrario, ese porcentaje se sitúa en torno al 0,1% en la UEM.

¹⁰⁰ El derecho a la libre circulación de personas en el seno de la UEM emana de la firma del Acuerdo de Schengen en 1985 y del posterior Convenio de Schengen de 1990.

Otros indicadores de la falta de movilidad laboral en el seno de la moneda única son los señalados por Eichengreen (1990). El autor aporta datos relevantes que muestran como los diferenciales de desempleo entre los Estados miembros de Estados Unidos son menores y menos persistentes en el tiempo que entre los países que conformaban la CEE¹⁰¹. Según el estudio de Eichengreen, la dispersión en las tasas de desempleo europeas ha sido históricamente el doble que en los Estados Unidos. Al mismo tiempo, los ajustes ante incrementos en la tasa de desempleo entre regiones han sido un 20% más rápidos en los Estados Unidos. La realidad que reflejan estos datos es que la movilidad del trabajo antes de la integración monetaria en Europa era limitada ya que, de lo contrario, los diferenciales de desempleo no se hubieran mantenido en el tiempo.

Aunque éstas eran las condiciones de partida, quienes apostaban por la moneda única creían que ésta conllevaría una armonización de los mercados laborales, favoreciendo la reasignación de recursos entre Estados. Sin embargo, esto no se ha producido, ni siquiera durante el periodo de crisis. Como se analiza en el capítulo cuarto, en los últimos años se han registrado simultáneamente en el seno de la UEM máximos y mínimos históricos de desempleo en diferentes países, sin que se haya producido una transferencia significativa de recursos laborales entre ellos.

Muestra de lo anterior es que, si se construye una matriz de correlaciones con la evolución del desempleo en los miembros de la UEM para el periodo 1999-2014, se observa que entre Alemania y los países de la periferia existe una correlación negativa en la evolución del paro. De hecho, sólo se aprecia una elevada correlación en el comportamiento del desempleo en los países periféricos.

¹⁰¹ Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Dinamarca, Irlanda, Reino Unido, Luxemburgo y Países Bajos.

2- De la unión comercial a la monetaria. La formación de una unión monetaria no óptima e incompleta

Figura 2.14. Matriz de correlación del nivel de desempleo. UEM 1999-2014

1999-2014	Países										
	Austria	Bélgica	Finlandia	Francia	Alemania	Bajos	Grecia	Irlanda	Italia	Portugal	España
Austria	100%	77%	-19%	48%	11%	82%	35%	23%	6%	50%	19%
Bélgica	77%	100%	20%	66%	17%	67%	30%	14%	27%	29%	22%
Finlandia	-19%	20%	100%	26%	19%	-20%	-5%	-27%	50%	-44%	1%
Francia	48%	66%	26%	100%	-47%	70%	80%	62%	74%	66%	78%
Alemania	11%	17%	19%	-47%	100%	-34%	-79%	-81%	-62%	-74%	-88%
Países Bajos	82%	67%	-20%	70%	-34%	100%	76%	52%	45%	80%	58%
Grecia	35%	30%	-5%	80%	-79%	76%	100%	73%	80%	86%	90%
Irlanda	23%	14%	-27%	62%	-81%	52%	73%	100%	39%	87%	90%
Italia	6%	27%	50%	74%	-62%	45%	80%	39%	100%	42%	75%
Portugal	50%	29%	-44%	66%	-74%	80%	86%	87%	42%	100%	84%
España	19%	22%	1%	78%	-88%	58%	90%	90%	75%	84%	100%

En definitiva, tanto las aportaciones previas a la formación de la moneda única, como la evolución de los indicadores de empleo durante la crisis, ponen de manifiesto que la UEM no cumple, ni cumplía, con el requisito teórico para formar un área monetaria óptima de una alta movilidad del trabajo. Este hecho supone la pérdida de un importante mecanismo estabilizador, ya que como señalan Krugman y Obstfeld (2006), las rentas de trabajo representan más de dos tercios del PIB en la zona euro.

El último aspecto a valorar dentro de las características que hacen de un conjunto de países un área monetaria óptima es el del grado de **integración financiera**. En este apartado es, probablemente, donde la UEM haya avanzado más hacia los postulados de la teoría clásica, aunque cabe preguntarse, si a este respecto, la UEM no ha “muerto de éxito”.

En el seno de la UEM, los incrementos de la demanda y los déficits por cuenta corriente fueron persistentemente financiados por los países superavitarios gracias al papel intermediario de los bancos, crecientemente integrados bajo el paraguas de la moneda única y el BCE. Sin embargo, éste no ha sido un mecanismo para resolver desequilibrios puntuales, como apuntaba Ingram (1973), sino que ha servido para alimentar profundos desequilibrios mantenidos en el tiempo, exponiendo a los países periféricos del euro a una mayor sensibilidad ante una parada repentina del

flujo de capitales. Como señala Ederer (2015), la fuerte afluencia de capitales ha sido, precisamente, la que ha provocado la desestabilización de la moneda única.

Los efectos de la afluencia masiva de capital en la UEM se abordan de manera extensa en el apartado tres del capítulo tercero. Sirva por el momento con apuntar que la libre circulación de los movimientos del capital y del trabajo en el seno de la UEM no ha tenido las mismas consecuencias. Mientras que la liberalización de los flujos financieros ha permitido que éstos se muevan de manera tan ágil como para desestabilizar las economías más débiles de la zona euro, la libertad de movimiento del trabajo no ha servido como factor estabilizador para compensar los desequilibrios generados por éstos. Pretender poner el acento en la falta de flexibilidad de los mercados laborales para explicar esta discrepancia, como se señala desde los órganos de gobierno de la moneda única, parece no tener en cuenta la naturaleza propia de ambos factores. Esto es, la mayor rapidez con la que se producen los movimientos de capital respecto a los del trabajo y, por tanto, el mayor efecto desestabilizador de uno respecto al efecto estabilizador del otro.

La verdadera necesidad de la moneda única no es, por tanto, la de flexibilizar el empleo, sino avanzar hacia una unión monetaria completa que incluya estabilizadores automáticos entre países. Esta necesidad es aún más apremiante dado que las características de los miembros de la UEM evaluadas en este apartado, no son las propias de un área monetaria óptima.

Sin embargo, merece la pena señalar que sí existen grupos de países que, dependiendo de la característica analizada, muestran un comportamiento más óptimo. Por ejemplo, los países centrales del euro evidencian diferenciales de inflación similares, y una mayor correlación de sus ciclos económicos, que el observado para el conjunto de la UEM.

2.4 Conclusiones

En este capítulo se ha analizado cómo el proyecto de una moneda única no formó parte del ideario europeo hasta mucho después de consolidarse el proceso de integración comercial. La puesta en marcha de la UEM no era, además, una condición necesaria para alcanzar los objetivos marcados por el Tratado de la UE. Por el contrario, de la mano de la integración monetaria muchos de éstos no se han alcanzado y cuando lo han hecho los resultados arrojan luces y sombras.

También se ha abordado cómo el impulso político para la puesta en marcha de la moneda única no fue acompañado del diseño institucional necesario para permitir su correcto funcionamiento. La UEM nace sin los mecanismos de ajuste y compensación interregional necesarios para un funcionamiento adecuado, tanto en lo que respecta a la política fiscal como a la monetaria. La reforma del marco institucional tras la crisis ha sido incompleta y sólo se ha avanzado de manera decidida en aislar los riesgos del sistema bancario. Los mecanismos de corrección de los desequilibrios asimétricos mediante transferencias de recursos siguen siendo inexistentes, ya que los mecanismos de rescate no cumplen, realmente, dicha función.

Además, del repaso de las características de los países miembros de la UEM se puede concluir que ésta, en su conjunto, no conformaba entonces y no lo hace ahora, un área monetaria óptima, lo que agrava el carácter incompleto de sus instituciones. Estos hechos serán clave a la hora de analizar las consecuencias de la crisis.

3- De la fijación de los tipos de cambio a la burbuja inmobiliaria; la UEM como factor explicativo

3.0 Introducción

Antes de poder abordar el comportamiento de la economía española durante la fase recesiva, es necesario entender los mecanismos que hicieron posible la rápida acumulación de deuda en el sector privado, que permitió que se dieran las condiciones para que se produjera el estallido de la crisis.

Para ello se realiza en este capítulo un estudio de la relación existente entre la reducción de la volatilidad del tipo de cambio a medida que se acerca la instauración de la moneda única, la caída de los tipos de interés, el incremento del crédito y el efecto de éste en el sector residencial. También se debate sobre los mecanismos financieros que hicieron posible esta dinámica y el papel que juega la instauración de la moneda única en todo ello. Comprender estos hechos servirá para contrastar la primera de las hipótesis que se planteaban en el capítulo introductorio, esto es, que la UEM fue un factor determinante en la formación de la burbuja inmobiliaria.

Para afrontar el análisis, el capítulo se articula alrededor de cinco apartados. El primero se centra en estudiar cómo la cercanía de la tercera fase de la UEM redujo la volatilidad de los tipos de cambio de las monedas que integrarían el euro. En el segundo se analiza la evolución de los tipos de interés. El tercer apartado examina el comportamiento del crédito en la economía española a raíz de la caída de los costes de financiación. El cuarto describe como el aumento de la financiación disponible se derivó hacia el sector residencial causando un deterioro de la calidad crediticia de los activos en el balance de los bancos. En el último se aborda el efecto de la moneda única en el desarrollo de los mercados de financiación estructurada y el papel de éstos en el crecimiento del crédito, la financiación de los desequilibrios comerciales y la formación de la burbuja.

Pero, antes de entrar a valorar el efecto de la unión monetaria sobre la evolución de los costes de financiación, es necesario entender por qué ésta influye en los mismos.

No existe consenso teórico sobre qué elementos influyen en el coste de financiación de los agentes de la economía, pero, en términos generales, la medida de la evolución del coste de endeudamiento puede definirse como la suma de varios componentes: el tipo de interés *risk free*, que mide el retorno de invertir en activos libres de riesgo (en principio se considera como tal a los bonos soberanos), y la prima de mercado. Esta última se divide a su vez en dos: la prima de liquidez y el riesgo de crédito.¹⁰²

El retorno esperado de invertir en activos libres de riesgo de acuerdo al planteamiento de Brooke (2000), se puede aproximar mediante dos relaciones teóricas: la paridad de los tipos de interés y la ecuación de Fisher. La primera, en presencia de libre circulación de capitales, relaciona el rendimiento de un bono en una divisa diferente a la del tenedor del mismo con la devaluación esperada de la moneda en la que está denominado el instrumento. La segunda liga el rendimiento a la inflación esperada.

Por lo tanto se puede expresar el rendimiento real esperado de una emisión libre de riesgo como:

$$i_t = \Pi_{t+1} + r_{t+1}$$

Donde i_t es el tipo de interés libre de riesgo hoy (periodo t), Π_{t+1} es la inflación esperada en el periodo siguiente ($t+1$) y r_{t+1} es el tipo de interés real esperado también en el periodo siguiente.

Esta última variable, en presencia de libre circulación de capitales y para un instrumento libre de riesgo, sólo dependerá, de acuerdo a la paridad del interés real,

¹⁰² Basado en el análisis sobre los beneficios de la integración para el Reino Unido expuestos en el estudio del tesoro británico, HM-Treasury (2003).

del riesgo de devaluación. Por lo tanto, de una unión monetaria podría esperarse que tanto el componente de la inflación como el de las expectativas de devaluación tiendan a equilibrarse entre sus miembros, a no ser que exista la percepción de que puede producirse un abandono de la misma. En ese caso, la rentabilidad real esperada sería una función de la magnitud de la devaluación en el contexto de redenominación de activos y pasivos.

Por lo que respecta a la evolución de la inflación, es de esperar que en presencia de una unión monetaria la inflación sea menor y, por tanto, el rendimiento exigido por invertir en bonos soberanos se reduzca. Este efecto será más pronunciado para los países en los que el nivel de precios fuese tradicionalmente más elevado antes de integrarse en la moneda única.

La componente de la liquidez, que se engloba dentro de la prima de mercado, también se ve afectada por la formación de la UEM. En primer lugar, por el simple hecho de que un mayor número de países comparte moneda común, lo que facilita las decisiones de inversión. Y en segundo, porque al ser el euro una moneda de reserva, los instrumentos de capital emitidos en euros tendrán una aceptación mayor entre los inversores, incluso fuera de las fronteras de la unión monetaria. Este aumento del mercado permite reducir los costes asociados a la liquidez de un instrumento y, por tanto, contribuye a la caída de los tipos de interés.

La tercera variable, el riesgo de crédito, es, en teoría, independiente a la formación de un área monetaria. De todas formas, pueden existir factores de segundo orden derivados del acuerdo cambiario que pueden influir en, por ejemplo, la expectativa de crecimiento.

Podría concluirse, por tanto, que en presencia de una moneda única es esperable que se produzca una reducción de los costes de endeudamiento, especialmente si la nueva divisa es aceptada internacionalmente como moneda de reserva. De hecho, la

bajada de los costes de financiación es uno de los beneficios comúnmente citados por los impulsores de la UEM. Como describen Aglietta y Brand (2014), los partidarios del euro suponían que el descenso de los costes de financiación y el aumento del flujo de capitales promovido por la moneda única permitiría generar un círculo virtuoso mediante el cual los flujos de capitales se destinarían a los sectores productivos y transables favoreciendo con ello la convergencia real, sin generar desequilibrios externos.

Por el contrario, como se ha observado, la caída de los costes de financiación no es necesariamente beneficiosa. Como apunta Bohn (2004), en presencia de una moneda única, los tipos de interés divergen respecto a los que se obtendrían bajo un régimen flexible. Los efectos negativos de un tipo de interés menor del que se tendría en presencia de autonomía monetaria, es lo que McRae (1997) describe como quedarse atrapado en el tipo de interés equivocado. Esto puede provocar que haya economías y sectores que se benefician de un tipo de interés artificialmente bajo, generando así profundos desequilibrios.

Una vez establecida la relación entre la reducción de la volatilidad del tipo de cambio y el comportamiento de los costes de financiación desde un punto de vista teórico, se analiza a continuación si esta lógica, efectivamente, tuvo lugar en la UEM.

3.1 El punto de partida: la fijación del tipo de cambio irrevocable

A medida que el proyecto de unión monetaria ganaba credibilidad y se acercaba la implantación definitiva del euro, se produjo un cambio en las expectativas de los agentes del mercado que se hizo visible en el coste de acceder a la financiación internacional para los futuros socios de la moneda única. Este hecho no puede explicarse sin entender el comportamiento de los tipos de cambio de las divisas europeas respecto al ECU, que comienza a reducirse a medida que se acerca la introducción definitiva del euro.

La primera fase de la UEM comienza el 1 de julio de 1990 y se caracterizó, fundamentalmente, por el desmantelamiento de las barreras internas a la libre circulación de bienes, personas, servicios y capitales entre los Estados miembros de la UE. En este primer momento, al contrario que en las etapas posteriores, no se observa un cambio en el comportamiento de las divisas europeas. Así, los tipos de cambio de los países cuyas monedas acabarán perteneciendo al euro continúan reflejando que los mercados no confían en el MTC, que sigue registrando una elevada volatilidad.

La segunda fase (1994-1998) se inició con el establecimiento del Instituto Monetario Europeo, precursor del BCE. Durante ella se realizaron los preparativos técnicos para la introducción de la moneda única. Hacia finales de este periodo se produce la fijación irrevocable de los tipos de cambio. En esta etapa, especialmente en sus últimos años, se observa una reducción significativa de la volatilidad de los tipos de cambio.

La tercera fase comenzó el 1 de enero de 1999 con la adopción del euro como moneda única. Este hecho, junto con la fijación irrevocable de las paridades con la moneda única, que se había producido seis meses antes, envía una señal inequívoca

sobre el compromiso con el proyecto de unión monetaria y la convierte en un proceso difícil de revertir, lo que supone un cambio fundamental respecto a cualquiera de los mecanismos de tipo de cambio existentes previamente.

En definitiva, en los estadios anteriores a 1999 el compromiso de las autoridades monetarias con las bandas de fluctuación ajustables o “*adjustable pegs*” no era absoluto. Esta falta de compromiso exponía a dichos regímenes cambiarios a ataques especulativos, como ocurrió en 1992 contra la libra esterlina, que acabó provocando su salida del SME. Como señala Ayuso (1993),

“la sostenibilidad de un acuerdo cambiario y, por tanto, la consecución de los fines buscados con la pertenencia al mismo están supeditadas al grado de confianza que los agentes otorguen a su firme mantenimiento”.

Esta falta de compromiso, incluso en ausencia de ataques especulativos, se ponía de manifiesto por las frecuentes entradas, salidas y variaciones de los tipos de cambio centrales bilaterales dentro del MTC. El abandono de éste por parte de Italia en 1992, y el hecho de que no volviera a ingresar de nuevo en el mismo hasta finales de 1996, es otro ejemplo de la ausencia de una voluntad irrevocable con el mecanismo cambiario en los años anteriores a la entrada en vigor de la tercera fase de la UEM.

Figura 3.1. Entradas, salidas y variaciones de los tipos de cambio centrales bilaterales en el SME 1979-1998

Fecha	Marco alemán	Florín holandés	Franco francés	Franco belga	Lira italiana	Corona danesa	Libra irlandesa	Peseta española	Libra esterlina	Escudo portugués	Chelín austriaco	Marco finlandés	Dracma griego
mar.-79	E												
sep.-79	+2.0					- 2.9							
nov.-79						- 4.8							
mar.-81					-6.0								
oct.-81	+5.5	+5.5	- 3.0		- 3.0								
feb.-82				- 8.5		- 3.0							
jun.-82	+4.25	+4.25	-5.75		- 2.75								
mar.-83	- 5.5	+3.5	- 2.5	+1.5	- 2.5	+2.5	- 3.5						
jul.-85	+2.0	+2.0	+2.1	+2.2	- 6.0	+2.2	+2.2						
abr.-86	+3.0	+3.0	- 3.0	+1.0		+1.0							
ago.-86						- 8.0							
ene.-87	+3.0	+3.0		+2.0									
jun.-89					- 3.68			E					
ene.-90													
oct.-90									E				
abr.-92										E			
sep.-92	+3.5	+3.5	+3.5	+3.5	- 3.5	+3.5	+3.5	+3.5	+3.5	+3.5			
sep.-92					S.T			- 5.0	S.T				
nov.-92								- 6.0		- 6.0			
feb.-93							- 10.0						
may.-93								- 8.0					
ago.-93													
ene.-95											E		
mar.-95								- 7.0		- 3.5			
oct.-96												E	
nov.-96					R								
mar.-98							+3.5						E

Los datos señalan las variaciones porcentuales de los tipos de cambio bilaterales tras cada reajuste en relación a los vigentes con anterioridad.
El signo +/- una apreciación/depreciación de la moneda en cuestión.
E: significa entrada en el mecanismo cambiario
S.T Significa salida temporal del mecanismo cambiario
R: significa reentrada al mecanismo cambiario

Fuente: Banco de España

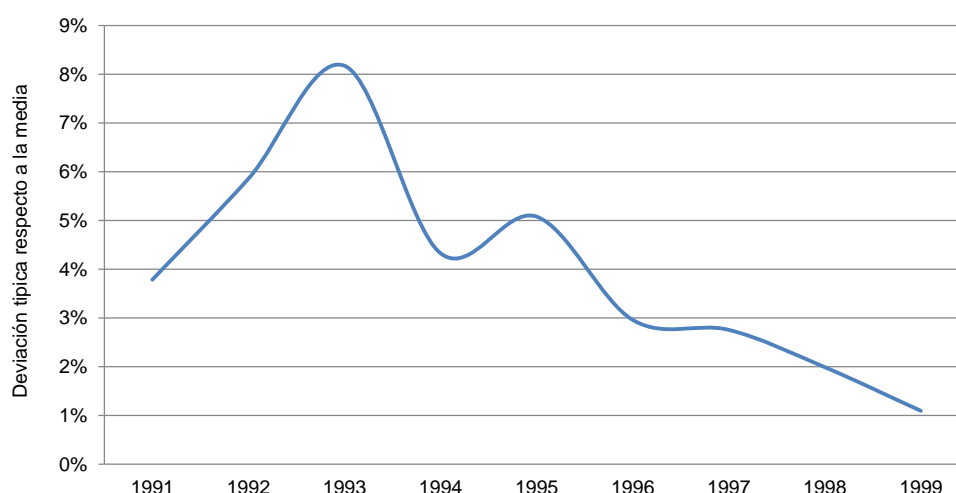
Para el caso español, la falta de credibilidad del MTC, especialmente durante la primera fase, queda reflejada en el hecho de que incluso superada la crisis del SME de 1992-1993, continuaron las devaluaciones hasta 1995¹⁰³. Como señala Ayuso (1995), el motivo de éstas fue que durante ese período los mercados mantuvieron ciertas reservas sobre la sostenibilidad del régimen cambiario efectivo de la peseta dentro del SME. Esto, unido a la liberación de los movimientos de capitales¹⁰⁴, suponía una fuente de inestabilidad.

¹⁰³ Para más información sobre el ingreso de la peseta en el MTC ver Sanchis (2006).

¹⁰⁴ La plena liberalización de los movimientos de capitales quedó plasmada en la Directiva 88/361/CEE de junio de 1988, por la que se estableció la supresión a partir de julio de 1990 de todas las restricciones a los movimientos de capitales entre residentes de los Estados miembros. La liberalización se extendía a las operaciones de carácter monetario o cuasi monetario que podían tener mayor incidencia en la política monetaria de los Estados, tales como los préstamos financieros, los depósitos en divisas y las transacciones de títulos. La Directiva permitía a algunos Estados miembros mantener restricciones temporales, esencialmente sobre los movimientos a corto plazo, pero sólo

Pero lo más relevante de las fluctuaciones de la peseta respecto al ECU no es tanto que éstas se produjeran en la etapa anterior a la fijación definitiva de las paridades respecto al euro¹⁰⁵. Lo importante, de cara a los desarrollos posteriores, es que estas variaciones se reducen a medida que se aproxima la fecha de fijación irrevocable del tipo de cambio. Este hecho es común al resto de divisas, como queda reflejado en el siguiente gráfico.

Figura 3.2. Desviación típica de las variaciones interanuales del tipo de cambio respecto al ECU. Monedas de los futuros miembros de la UEM. 1991-1999



Fuente: BCE

El carácter irrevocable de la unión monetaria y el compromiso incondicional para el mantenimiento de los tipos de cambio que supone la desaparición del riesgo de devaluación, son condiciones necesarias para explicar el cambio de tendencia en el coste del crédito. De igual manera que el tipo de cambio respecto al ECU no se estabiliza hasta que no se acerca la introducción definitiva del euro, no es hasta que el compromiso con la moneda única es percibido como irrevocable cuando

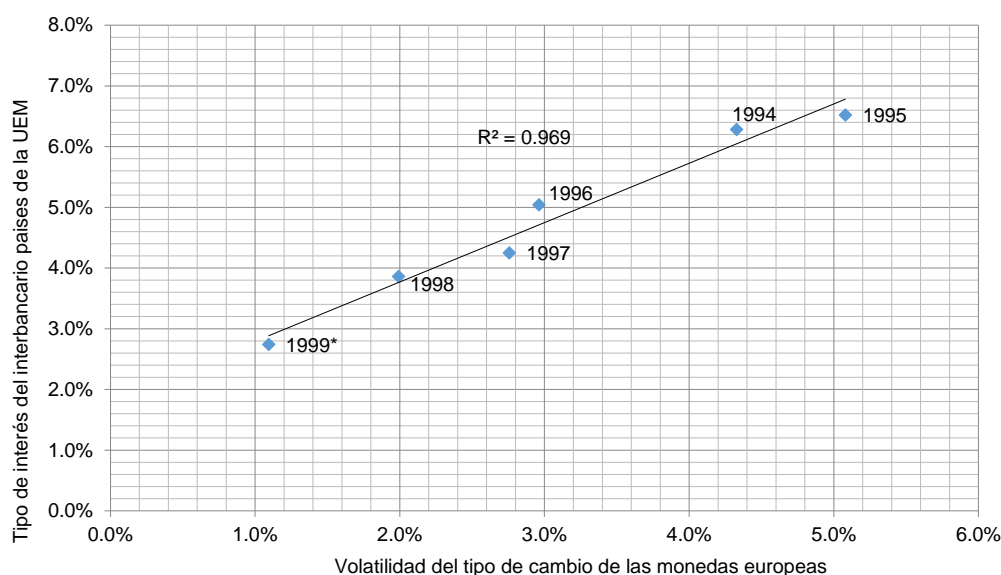
durante un cierto periodo de tiempo: así se hizo en España, Irlanda y Portugal hasta el 31 de diciembre de 1992, y en Grecia hasta el 30 de junio de 1994. (<http://www.europarl.europa.eu/>)

¹⁰⁵ Para más información sobre la evolución del tipo de cambio de la peseta ver Aixalá (2002).

comienzan a abaratare de manera más evidente los costes de financiación de las economías periféricas del euro.

Esta afirmación queda respaldada por la relación existente entre la reducción de la volatilidad del tipo de cambio y la caída de los tipos de interés que muestra la gráfica siguiente¹⁰⁶.

Figura 3.3. Relación entre la volatilidad del tipo de cambio y el tipo de interés. UEM 1994-1999



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España

*El dato de la volatilidad del tipo de cambio de 1999 corresponde a la variación entre el tipo de cambio medio de 1998 y el tipo de cambio fijo irrevocable finalmente adoptado.

A esta misma conclusión llegan Frömmel y Kruse (2009) en su estudio econométrico de las series temporales de los tipos de interés en los futuros miembros de la UEM.

¹⁰⁶ Para medir la volatilidad del tipo de cambio se utiliza la desviación típica de las variaciones interanuales del tipo de cambio respecto al ECU. Para la evolución de los tipos de interés se utiliza la media anual de la referencia del interbancario en la UEM.

3- De la fijación de los tipos de cambio a la burbuja inmobiliaria; la UEM como factor explicativo

Según los autores, la convergencia de los tipos de interés se produce sólo cuando la coordinación de las políticas monetarias lleva a la estabilidad de los tipos de cambio.

3.2 La UEM como factor explicativo en la reducción de los costes de financiación del sector privado

Para contrastar la hipótesis de la influencia de la UEM en el coste de la financiación, se realiza a continuación un análisis de la evolución de los tipos de interés soportados por diferentes agentes de la economía a lo largo del tiempo. Se deja voluntariamente fuera el coste de financiación del sector público que se aborda en el capítulo cuarto. El estudio comienza con una comparación entre países y regiones para luego centrarse en el caso de España y sus diferentes agentes económicos. La intención de este análisis es constatar que el efecto de la UEM sobre el abaratamiento del crédito no es un fenómeno exclusivo de la economía española, lo que ayuda a respaldar la hipótesis relativa al papel de unión monetaria en la evolución de los tipos.

Para comenzar a valorar la caída de los costes de financiación en la economía, lo primero que se considera es la evolución de los tipos aplicados por los bancos centrales en sus operaciones principales de financiación¹⁰⁷ en varios de los futuros miembros de la UEM. El análisis pone de manifiesto que en los 15 años previos a la formación de la moneda única los bancos centrales de los países periféricos del euro, entre ellos España, mantuvieron tipos de interés sostenidamente más elevados que los bancos centrales de los países que acabarían siendo sus socios en la UEM. Este diferencial también se mantuvo con respecto a las economías que cuentan con monedas de reserva.

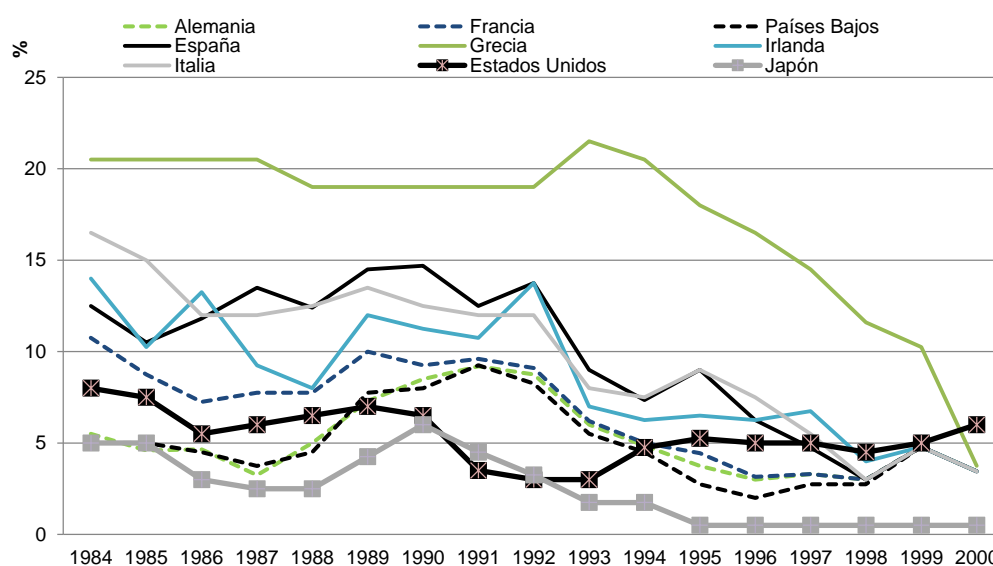
Como puede verse en el gráfico siguiente, en el periodo anterior a 1999 existe una

¹⁰⁷ Las operaciones principales de financiación constituyen un instrumento de la política monetaria para controlar los tipos de interés y la liquidez. Consisten en operaciones de inyección de liquidez, instrumentada mediante operaciones temporales, que llevan a cabo los bancos centrales nacionales, mediante subastas de crédito.

clara diferencia entre el tipo aplicado por los Bancos Centrales nacionales en sus operaciones principales de financiación en los países periféricos del euro (Italia, Grecia, España e Irlanda) y el aplicado por los países centrales de la moneda única (Alemania, Francia y Países Bajos). Distancia que se va acortando a medida que se acerca la fecha de introducción del euro.

El caso de Grecia es especialmente relevante, ya que al integrarse a la moneda única dos años más tarde se puede observar cómo los tipos tardan más en converger. Sin embargo, a finales de 2000 acabarán haciéndolo gracias al ajuste, en un solo ejercicio, de más de 6 puntos porcentuales. Para alcanzar una caída similar, el resto de las economías periféricas habían necesitado seis años.

Figura 3.4. Tipos aplicados por los Bancos centrales. Operaciones principales de financiación. 1984-2000



Fuente: Banco de España

El mismo proceso de convergencia acelerada de las economías periféricas del euro se observa cuando se establece la comparación con otros países desarrollados. En el análisis del mismo periodo 1984-1998, se puede ver que existe también una distancia significativa con los tipos aplicados por los bancos centrales en Estados Unidos o Japón, y cómo, en contra del comportamiento histórico, a finales de 1998

éstos acaban siendo incluso inferiores.

Esta rápida convergencia en los cuatro años anteriores a 1999 es un hecho particular de las economías periféricas del euro que no tiene lugar en otros países del entorno y que, por tanto, no se puede atribuir a una caída generalizada del coste de financiación, ni a nivel europeo ni a nivel global.

Dado que esta convergencia de tipos aplicados por los bancos centrales podría estar justificada simplemente por la futura política monetaria única, se hace necesario analizar si los costes financieros aplicados al resto de los agentes económicos en los países periféricos sufrieron un comportamiento similar. En este caso, el análisis se circunscribe a la economía española que es el objeto último del estudio

El estudio de la evolución de los márgenes aplicados en el mercado interbancario¹⁰⁸ para depósitos a 1 día¹⁰⁹ en España, en comparación con otras jurisdicciones europeas y con los Estados Unidos arroja conclusiones idénticas.

En primer lugar, el análisis muestra una distancia significativa entre el tipo aplicado en el mercado interbancario en los países de la periferia del euro y el experimentado por Alemania y Francia. Dicha distancia también se observa en la comparación con otras economías avanzadas (Japón y Estados Unidos) e incluso con respecto a la media de los países OCDE.

En segundo lugar, lo que resulta significativo es, nuevamente, la convergencia experimentada a medida que se acerca la tercera fase de la UEM. De hecho a partir

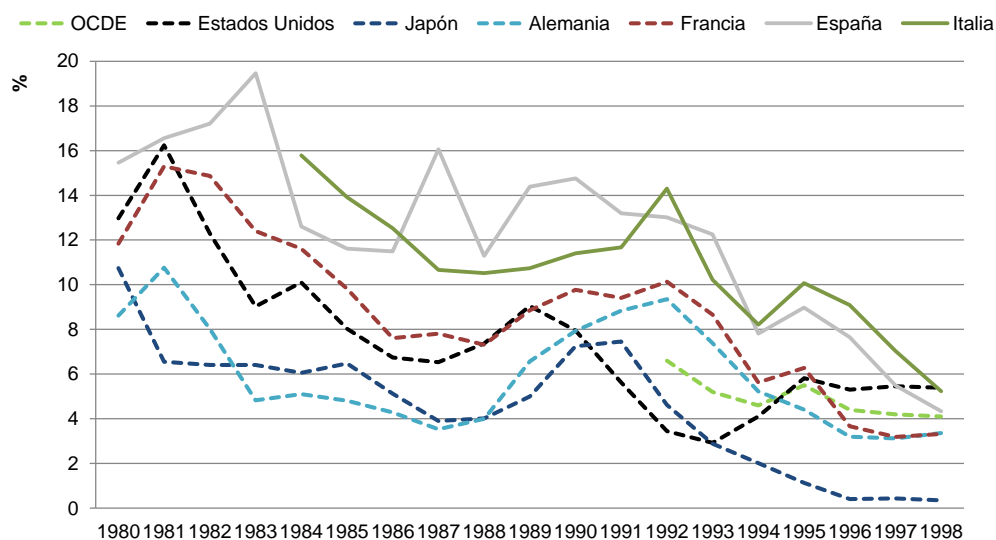
¹⁰⁸ El tipo de interés del mercado interbancario mide el coste al cual los bancos de un país se prestan dinero entre sí.

¹⁰⁹ El vencimiento de los préstamos en el mercado interbancario suele ser de muy corto plazo, en la mayor parte de los casos de un día. Por ese motivo, el tipo del mercado interbancario es una medida de la liquidez de un sistema financiero.

de 1998, los costes aplicados en el interbancario en España llegan a estar por debajo de los Estados Unidos.

Respecto a la velocidad de la convergencia, cabe destacar que, en los años inmediatamente anteriores a la formación de la UEM, el tipo aplicado en el mercado interbancario en España cayó de manera significativamente más abrupta que en el resto de los países analizados. En el año 1995 el coste al que los bancos se prestaban dinero entre sí fue, en media, del 9,4%. Tres años más tarde, a finales de 1998, los tipos del interbancario habían caído en un 55% hasta el 4.2%. Por el contrario, la rebaja de tipos en Alemania y Francia durante el mismo periodo fue de un 21%; en Estados Unidos de un 8% y en media en la OCDE de un 25%.

Figura 3.5. Mercado interbancario. Depósitos a 1 día. 1980-1998

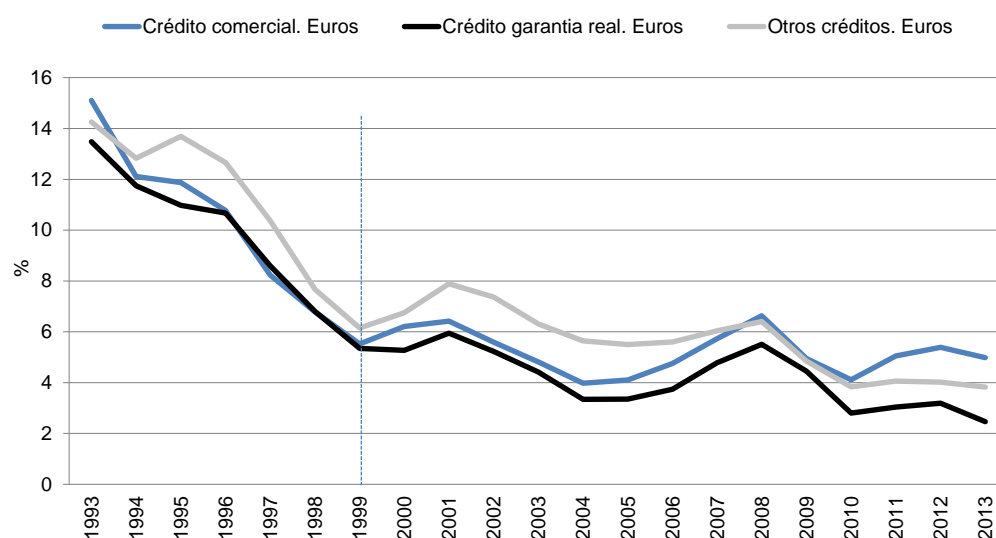


Fuente: Banco de España

Una vez mostrada la convergencia de los costes de financiación que experimentan las entidades financieras, tanto en sus relaciones con el banco central como en los préstamos entre ellas, es importante conocer cómo éstos se trasladan al crédito en la economía real.

Como puede verse en la siguiente figura, a medida que se acerca el año 1999, se produce un cambio de tendencia muy significativo en el coste del endeudamiento de los agentes de la economía española. Aunque la caída es acusada para los tres tipos de crédito analizados, el que experimenta una corrección más llamativa es el que lleva asociada una garantía real que, en su mayoría, corresponde a la adquisición de viviendas residencial de particulares¹¹⁰.

Figura 3.6. Tipos de interés. Operaciones vivas. Entidades de depósito a otros sectores residentes. España 1993-2013



Fuente: BdE

Del análisis de la evolución de los tipos para la compra de vivienda se puede concluir que existe una relación directa entre el ingreso en la UEM y la caída de la carga financiera asociada a la compra de vivienda¹¹¹. En los 10 años previos al ingreso en la UEM, el tipo medio aplicado a los préstamos hipotecarios era superior al 12%; en el periodo siguiente, éste era un 60% inferior con una media cercana al 4,7%.

¹¹⁰ El aumento de los tipos del año 2000 se debe a las turbulencias que se generaron en el mundo financiero en ese año a raíz del estallido de la burbuja tecnológica.

¹¹¹ Para el caso particular de la economía española esto coincide, además, con desarrollos legislativos que permitieron un rápido desarrollo del sector inmobiliario (Ley 6/1998).

A pesar de que el coste de la financiación residencial fue el que cayó de manera más significativa, no fue el único que se vio impulsado por la moneda única. La financiación empresarial medida por los tipos aplicados a los pagarés de empresa desde 1991, muestra un comportamiento similar, con una caída relativa del 60%.

La creciente bancarización de la economía española desde el ingreso en la UEM también queda reflejada en la evolución de los márgenes cargados a los créditos al consumo por bancos y cajas de ahorros que, como el resto de costes financieros, retrocedió de manera significativa desde la formación del euro. Aunque en este caso se aprecia un cambio de tendencia menos marcado. Éstos caen del 15.4%, registrado en media para el periodo de ocho años comprendido entre los años 1990 y 1998, a un 9,2% de media, en el periodo 1999-2008.

Con todo lo anterior, se pone de manifiesto que la expectativa teórica sobre la influencia de la unión monetaria en los tipos de interés se materializó de forma clara en los primeros años de existencia de la moneda única, y de manera más marcada en los préstamos con garantía real. Cabe ahora preguntarse cómo esta caída se vio reflejada en el volumen de crédito dispuesto.

3.3 UEM e incremento del crédito

La relación de causalidad que se quiere resaltar en esta sección es la existente entre el aumento del endeudamiento privado y el ingreso en la moneda única. Este incremento está ligado a dos factores que están interconectados entre sí. El primero tiene que ver con la caída de los tipos de interés. El segundo con el hecho de que la UEM lleve aparejado un mayor desarrollo e interconexión de los mercados financieros lo que, en sí mismo, tiene un efecto directo sobre el incremento del crédito.

Para establecer la primera de estas relaciones se analiza el comportamiento del crédito dispuesto en la economía española y la evolución de los tipos aplicados a los depósitos a un día en el mercado interbancario. En este análisis se observa una intensa relación entre la caída de uno y el crecimiento de otro. Esta relación tiene una lógica económica. El dinero se comporta como un bien cuya demanda es elástica a los precios. Si cae el precio del dinero, el tipo de interés, la cantidad demandada aumenta, lo que se refleja en un incremento del apalancamiento de la economía.

La relación entre la caída de los tipos de interés y el aumento del crédito queda ilustrada en el gráfico siguiente, que muestra una correspondencia entre las dos variables de tipo exponencial. La ecuación que muestra esta relación se basa en la formulación siguiente:

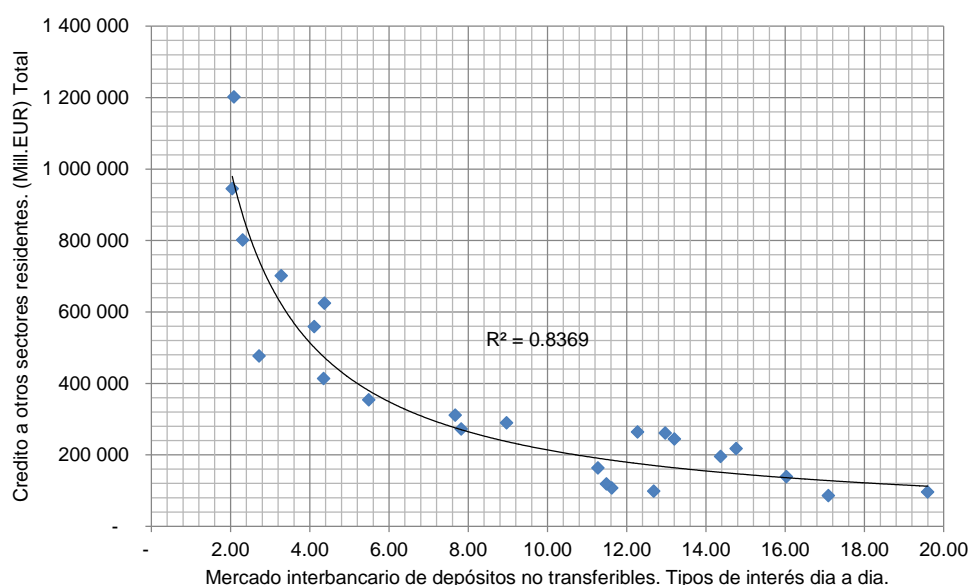
$$y = cx^b$$

donde c y b son constantes, la variable independiente x es el tipo de interés y la variable dependiente y es el volumen de crédito.

Esto sugiere que el incremento de una (el crédito) aumenta de manera exponencial con la evolución de la otra (la caída de los tipos de interés). El periodo escogido para

mostrar esta relación es el comprendido entre 1982 y 2005. Los años inmediatamente anteriores a la crisis no se tienen en cuenta por el aumento acelerado de los tipos de referencia del BCE durante los años 2006 y 2007 que alteran la relación descrita.

Figura 3.7. Relación entre el coste del crédito y el volumen de crédito. España 1982-2005¹¹²



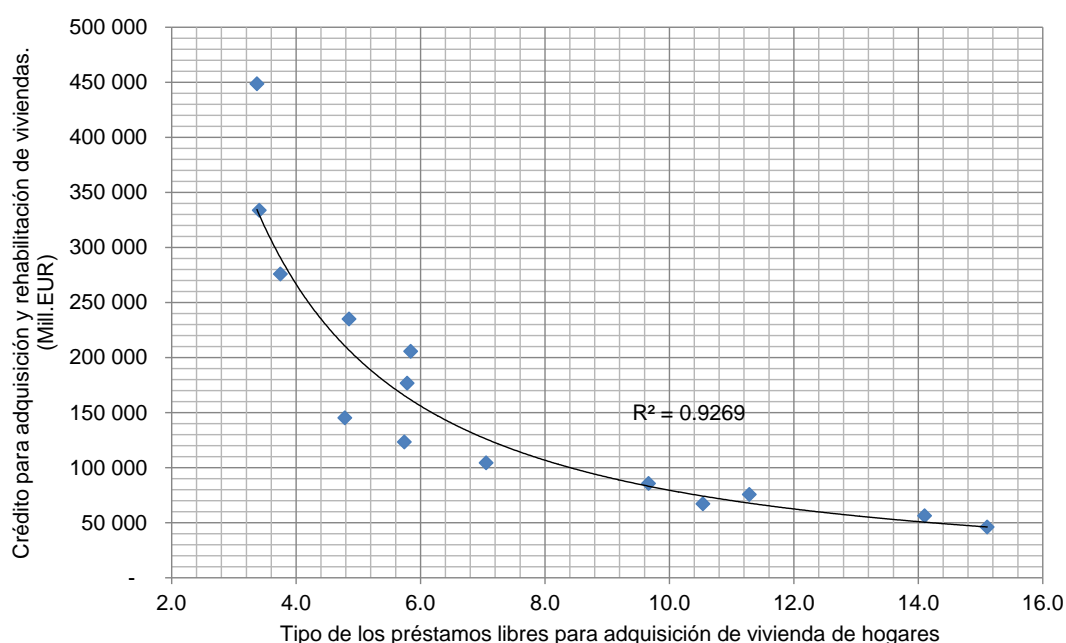
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Si se refina el análisis anterior por finalidades de crédito teniendo en cuenta el incremento de éste y los tipos soportados por cada rama de actividad, el resultado es similar. Sin embargo, un aspecto a destacar es que el coeficiente de determinación de la relación entre las dos variables es mayor para la financiación de la adquisición y rehabilitación de viviendas y para el consumo de bienes duraderos, que para la financiación de actividades empresariales.

¹¹² Para el estudio de la reducción de los costes en el sector productivo español se toma en cuenta las estadísticas al respecto que elabora el Banco de España bajo el epígrafe "otros sectores residentes". El Banco de España dentro de la agrupación de los "otros sectores residentes" (OSR), incluye todos los agentes residentes con la excepción de las AAPP, el Banco de España y las entidades de crédito.

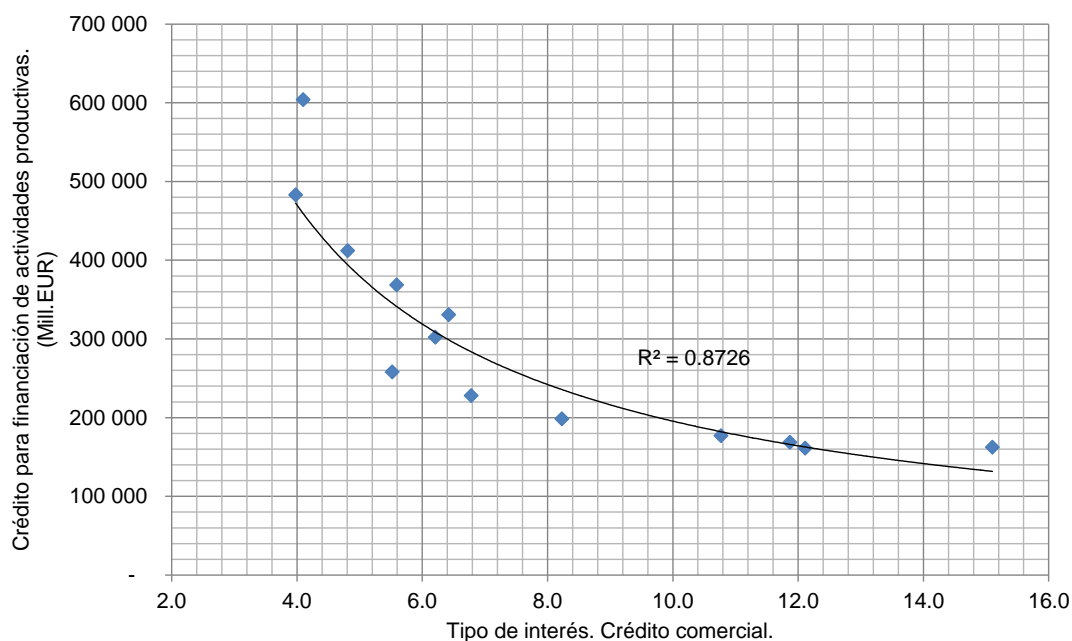
Este hecho implicaría una mayor rigidez de la demanda de crédito para actividades productivas que para consumo o compra de vivienda. Una de las posibles explicaciones de este comportamiento podría ser el que las actividades de inversión productiva están influidas por un mayor número de variables más allá del precio que el consumo o la inversión en vivienda.

Figura 3.8. Relación entre los tipos de interés aplicados a la compra de vivienda libre y el volumen de crédito hipotecario con fines residenciales. España 1992-2005.



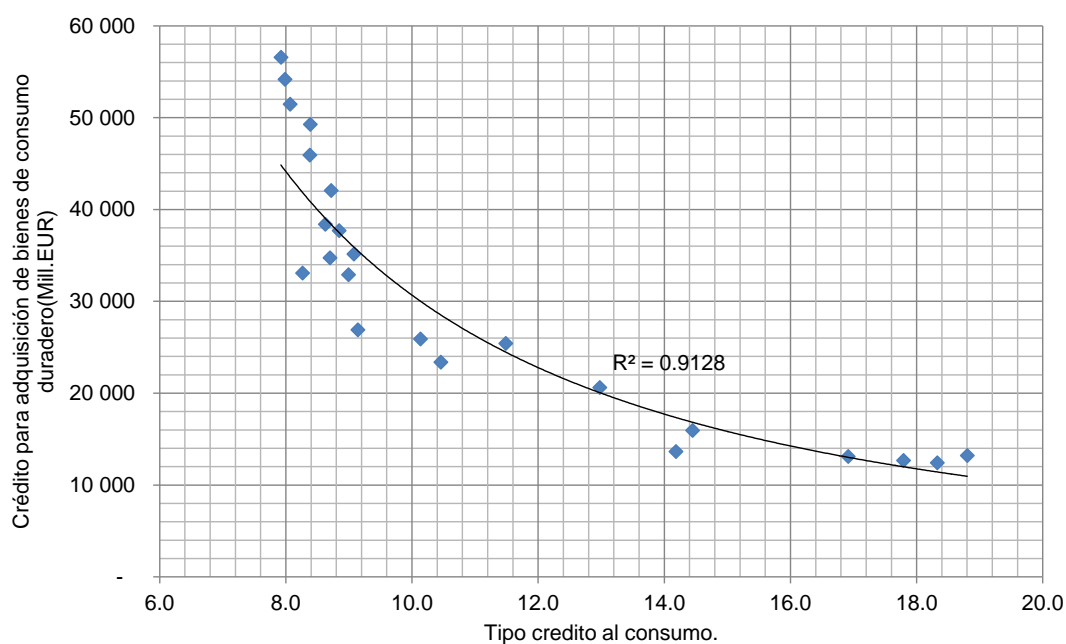
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Figura 3.9. Relación entre los tipos de interés aplicados a las actividades productivas y el volumen de crédito destinado a éstas. España 1992-2005



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Figura 3.10. Relación entre los tipos de interés aplicados al consumo y el volumen de crédito hipotecario para consumo duradero. España 1992-2005



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

La segunda relación de causalidad entre la UEM y el aumento del crédito, es que la unión monetaria vino acompañada de un aumento de la actividad financiera en los países de la unión. En esta línea, los estudios presentados por Papaioannou y Portes (2008) sugieren que el sistema financiero es el que experimenta una mayor integración con la moneda única. Aunque el número de fusiones y adquisiciones de instituciones financieras de carácter transfronterizo no fueron significativas, la actividad financiera entre países creció de manera notable. El euro también fomentó el establecimiento de sucursales en los países miembros¹¹³.

El motivo, como apunta Spiegel (2009), es que con la eliminación del riesgo de tipo de cambio, la moneda única removió un obstáculo crucial en la integración financiera al evitar una forma de segmentación del mercado. Pero la integración de los mercados de capitales en el seno de la eurozona no puede ser atribuida completamente a este hecho, como señalan Jappelli y Pagano (2008). Es importante entender también el papel que ha jugado el que, desde los órganos de gobierno de la UEM, se haya llevado a cabo una política activa en favor del desarrollo de una regulación favorable a la integración financiera¹¹⁴. Esta voluntad, se fundamenta en la concepción de los órganos de decisión de la UEM que ven en ella algo deseable, ya que refuerza los mecanismos de transmisión monetaria, mejora la eficiencia en la asignación de recursos, mejora la productividad y facilita el acceso a los mercados financieros, BCE (2012a).

El impacto de la moneda única sobre el desarrollo de los mercados financieros tuvo efectos no sólo dentro de las fronteras de la UEM. Como indican Hale y Obstfeld (2014) al analizar los flujos financieros desde la introducción de la moneda única, los países centrales del euro, en el contexto de la unión monetaria, aumentaron su

¹¹³ En España éstas crecieron en un 80% en los primeros siete años de vida del euro.

¹¹⁴ Tras la adopción del euro se produjo una mayor interconexión de las infraestructuras financieras como los sistemas de pago, las *clearing houses* o la plataforma TARGET.

endeudamiento con el exterior de la UEM y su actividad acreedora con la periferia del euro, utilizando los flujos de uno para financiar al otro.

Los dos efectos descritos, caída de tipos y aumento de la integración financiera, tienen un impacto marcado para el caso particular de la economía española, que experimentó desde 1999 un incremento sustancial de los niveles de endeudamiento. En los cuatro años posteriores al ingreso de España en la tercera fase de la UEM, el saldo vivo del crédito se había casi doblado pasando de los 413,000 millones de 1998 a los 802,000 millones de 2003. En la etapa anterior a la formación de la unión monetaria, se había necesitado el doble de tiempo para observar un incremento similar.

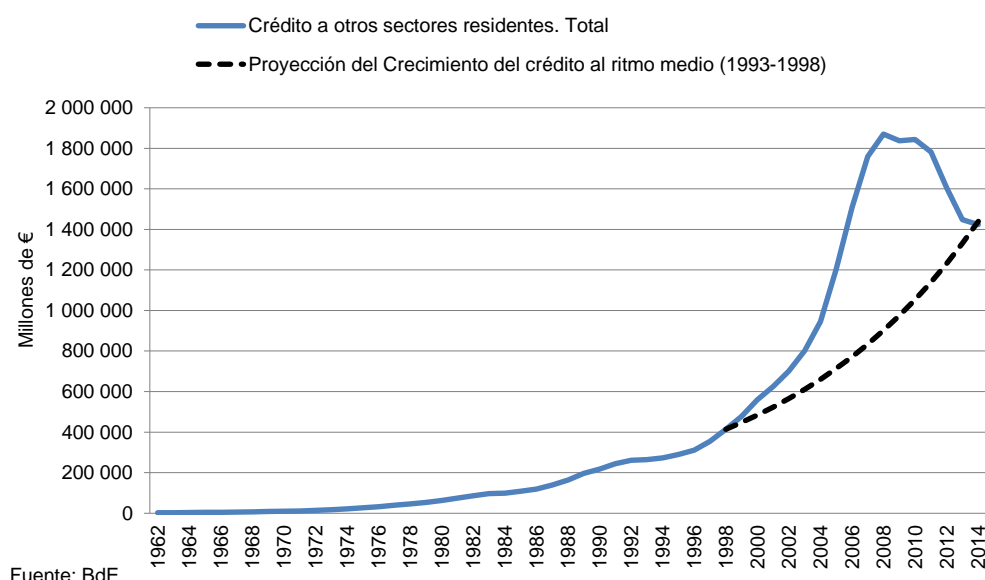
Si se analiza el crecimiento del crédito en la economía española en los periodos previos a la instauración de la moneda única se comprueba que el comportamiento de éste en el período 1999-2007 fue atípico respecto a otros ciclos anteriores, especialmente a partir del año 2002. El ciclo expansivo del crédito, observado tras el ingreso en la UEM es sólo comparable con el registrado a mediados de la década de los sesenta y principios de la siguiente. Sin embargo, en esas fechas el volumen de endeudamiento del sector privado representaba una porción insignificante del de la década de 2000¹¹⁵.

Para entender hasta qué punto el incremento de la deuda privada desde el ingreso en la moneda única es inusual sirva proyectar las tasas de crecimiento de éste en los ciclos expansivos anteriores a la tercera fase de la UEM sobre el volumen de crédito existente en diciembre de 1998. Si durante la etapa euro, el endeudamiento hubiese aumentado al ritmo medio del período de crecimiento anterior, 1984-1993, en el

¹¹⁵ En la década de los sesenta el apalancamiento del sector privado español ascendía a 4.000 millones de euros, lo que comparado con el crédito vivo en el año 2005 representa un pírrico 0.34%. A principios de los años setenta la cifra se elevaba a 17.000 millones de euros o un 1.1% del volumen registrado en el momento álgido del boom crediticio en España.

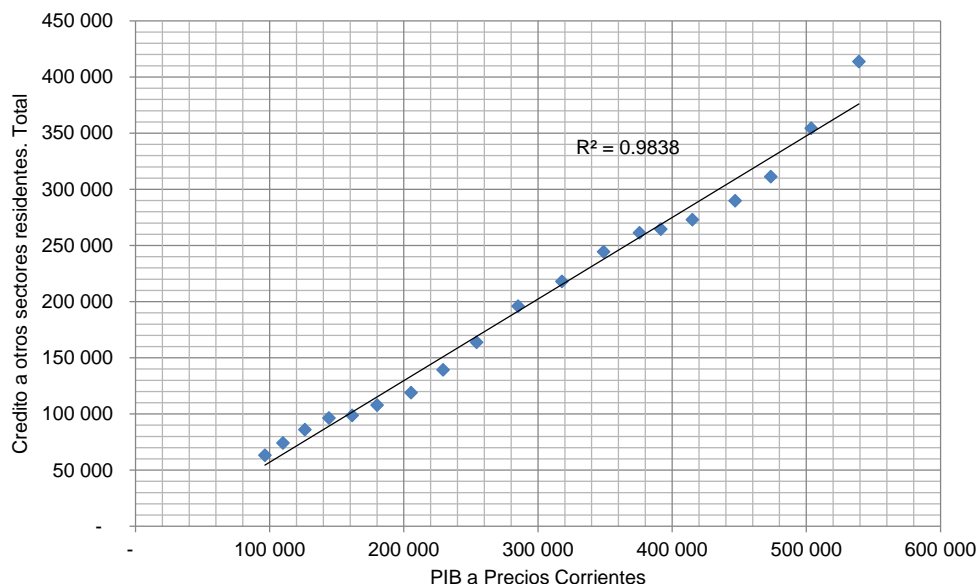
momento del estallido de la crisis financiera internacional el apalancamiento del sector privado español habría sido en torno a 600.000 millones de euros inferior, o lo que es igual, cerca de un 60% del PIB. Aunque el ejercicio es trivial ya que ignora efectos de segundo orden sobre variables como el crecimiento, sí permite hacerse una idea de la dimensión de la expansión crediticia sufrida por la economía española desde el ingreso en la UEM.

Figura 3.11. Crédito a otros sectores residentes. Proyecciones del crecimiento del crédito de acuerdo a la etapa anterior de expansión crediticia. España 1962-2014



Como es sabido, existe una elevada relación entre el crédito y el crecimiento económico. Esta relación queda claramente reflejada para el caso de la economía española en el gráfico siguiente que mide la correlación entre el volumen de crédito y el PIB para el periodo 1980-1998. Esta relación se hace evidente por el resultado del cuadrado del coeficiente de correlación de Pearson que mide la relación lineal entre las dos variables y que para el periodo analizado es cercana a uno ($R^2 = 0.98$).

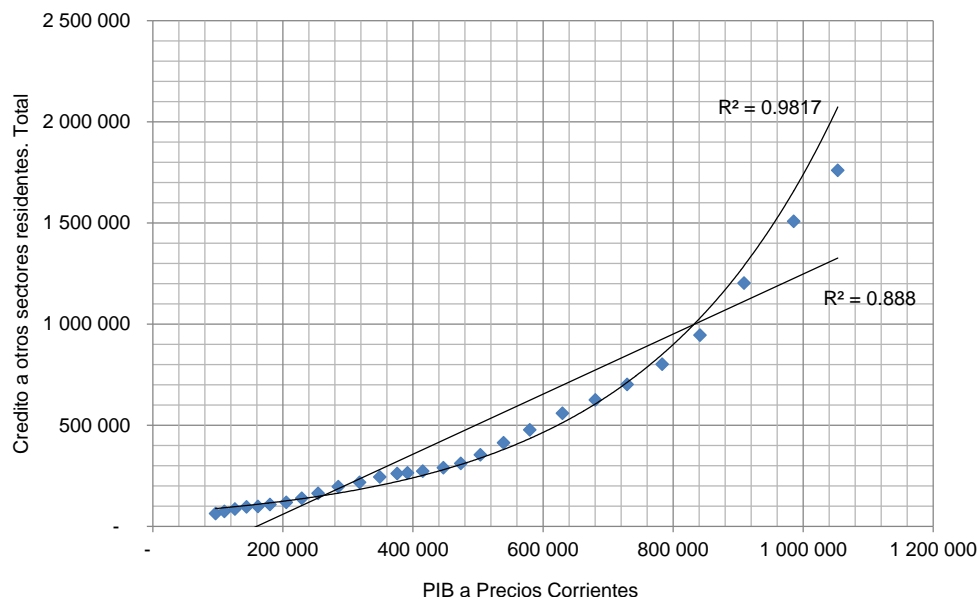
Figura 3.12. Relación entre el crédito a otros sectores residentes y el PIB a precios corrientes. España 1980-1998



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Sin embargo, si se realiza el mismo análisis pero incluyendo la fase expansiva del crédito inmediatamente posterior a 1999, la correlación lineal entre ambos, aunque sigue siendo muy fuerte, se debilita ($R^2 = 0.88$), ya que la relación descrita pasa a ser de tipo exponencial. Esto supone que a medida que se acerca el punto álgido de la burbuja se hace necesario un mayor incremento del crédito para generar el mismo aumento del PIB. Dicho de otra manera, el impulso a la actividad económica del incremento del crédito se hace cada vez más débil por el comportamiento anormal de éste, lo que podría estar relacionado con el menor crecimiento del crédito productivo durante esa etapa. Este hecho está en consonancia con el trabajo de Pagano (1993) en el que se describe que, si bien es cierto que el aumento de la intermediación financiera puede tener efectos positivos en el crecimiento, existen excepciones a dicha norma. El autor cita el caso concreto del aumento del crédito al sector inmobiliario, al llevar éste aparejada una reducción de la ratio de ahorro y, por tanto, del crecimiento.

Figura 3.13. Relación entre el crédito a otros sectores residentes y el PIB a precios corrientes. España 1980-2007



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

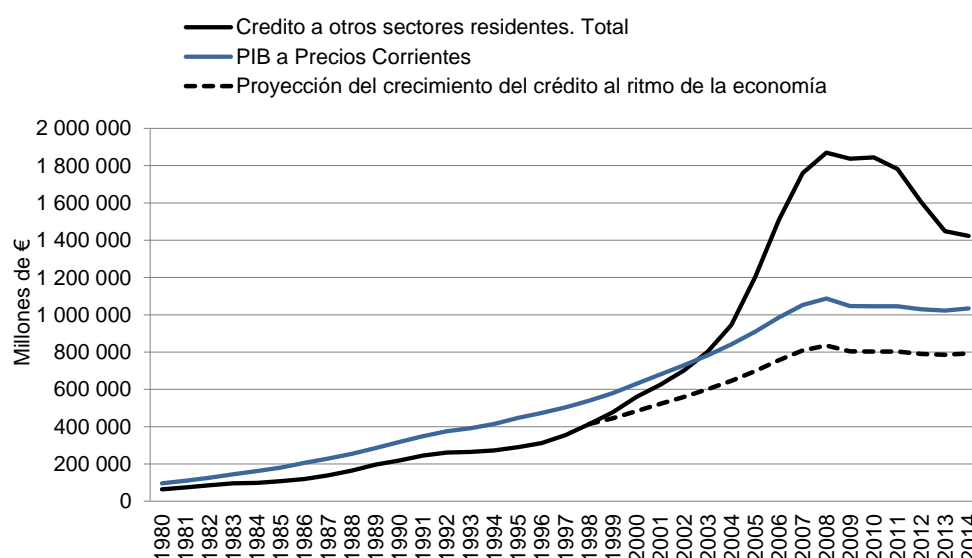
La relación puesta de manifiesto por el gráfico de la Figura 3.13. provocó que, durante los años inmediatamente posteriores a la instauración de la moneda única, el ritmo de crecimiento del crédito fuera muy superior al de la economía española. En 1980, el volumen de crédito vivo equivalía a algo más del 65% del PIB a precios corrientes. En 1998 esa cifra se había elevado al 76.8%. Sin embargo, en 2007, el endeudamiento privado suponía un 167% del PIB a precios corrientes. De hecho, en ese año la economía española mostraba una dependencia de la financiación bancaria superior a la de sus socios¹¹⁶.

De acuerdo a los patrones históricos observados en periodos anteriores, durante los años 2003-2007 el crecimiento anual del crédito debería haberse situado, en media, en torno al 15%. Sin embargo, en esos años éste fue siete puntos porcentuales superior, situándose en el 22%. Para ilustrar la desproporción entre las tasas de crecimiento de la economía y el crédito es útil proyectar la evolución de éste de

¹¹⁶ En ese año, el crédito al sector privado en la eurozona suponía el 114% del PIB en promedio.

acuerdo al PIB a partir del año 1999. De haberse producido este hecho, y haberse mantenido así la lógica de la etapa anterior en la que el crédito doméstico era inferior al tamaño del PIB, el apalancamiento de la economía española se situaría a día de hoy en torno a los 800.000 millones de euros. O lo que es lo mismo, 600.000 millones por debajo del nivel actual. Los resultados de esta proyección coinciden con los de la realizada anteriormente y que está ilustrada por la Figura 3.14.

Figura 3.14. Crédito a otros sectores residentes y PIB a precios corrientes.España 1980-2014



Fuente: BdE, FMI, Elaboración Propia

Otro factor adicional a tener en cuenta que explica la formación de burbujas de crédito en la periferia europea respecto al centro es el papel de la inflación. La convergencia nominal de los tipos de interés unida al mantenimiento de diferenciales de inflación generó tipos de interés reales menores en los países que mantuvieron niveles de crecimiento mayores. Este efecto es el conocido como The Walters critique¹¹⁷. Mediante él la política monetaria común se vuelve más expansiva en países donde la inflación es más elevada y más contractiva en aquellos que registran una mayor contención de precios, lo que abre la posibilidad de que se

¹¹⁷ Para un análisis de los argumentos de Walters en el contexto de la UEM ver Wyplosz (2010).

produzcan desequilibrios entre los miembros de una unión monetaria. Esta parte de los argumentos presentados por este autor se cumplió durante la fase expansiva del ciclo en el seno de la UEM y podría volver a hacerlo en la fase contractiva. De producirse un aumento de los tipos de interés por parte de las autoridades monetarias de la unión en el momento actual, el efecto negativo sería más marcado en los países que están inmersos en un proceso de recuperación y que se hallan ahora cercanos a la deflación. En definitiva, una política fiscal contractiva por parte del BCE sería más perjudicial para los países que sufren procesos de desinflación obstaculizando así su recuperación.

3.4 Crédito barato y burbuja inmobiliaria en España

En este apartado se analiza el papel de la formación de la moneda única en la aparición de la burbuja inmobiliaria española. Para comenzar a establecer esta relación sirva citar las propias palabras del BCE, que considera como uno de los beneficios de la unión monetaria el abaratamiento de los tipos de interés para la compra de vivienda.

“Los créditos se abaratan y su devolución es menos incierta. Así, los ciudadanos pueden contratar préstamos con más facilidad y seguridad, ... para adquirir una vivienda ..., respecto a las futuras cuotas de devolución.”¹¹⁸

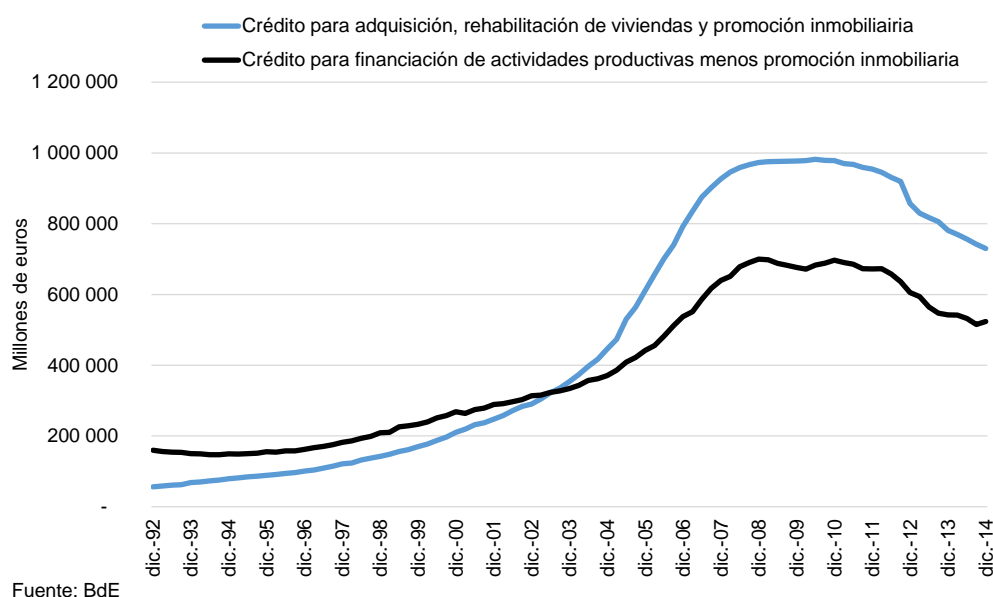
El primer elemento para establecer la relación de causalidad existente entre la UEM y la burbuja inmobiliaria en España es ver el impacto de ésta en los tipos de interés pagados por los deudores hipotecarios particulares para la adquisición de vivienda. En esos años, existe un aplanamiento significativo de los mismos, al igual que ocurrió con otros costes de financiación, a medida que se acerca la fecha de ingreso. Desde entonces la carga financiera se mantiene en unos límites históricamente bajos¹¹⁹.

Este hecho se tradujo en un aumento significativo del volumen de crédito para la compra de vivienda, que creció muy por encima de la economía. Así, la deuda residencial pasó de representar un 23,2% del PIB en 1998, a suponer más del 60% del PIB en 2007.

¹¹⁸ Comisión Europea (2007)

¹¹⁹ La mayor subida se produce entre 2007 y 2008, cuando, a raíz de las presiones inflacionistas, el BCE incrementó el tipo de interés oficial, lo que se trasladó en una subida del euribor, tipo al que están referenciadas la mayor parte de las hipotecas en España.

Figura 3.15. Evolución del Crédito Hipotecario. España 1995-2014

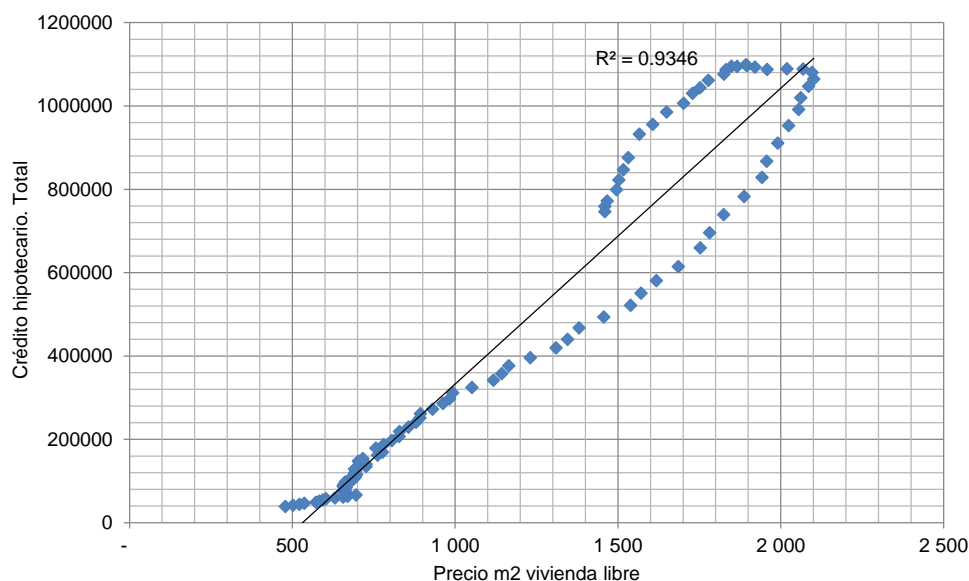


Pero este incremento descontrolado no fue sólo superior al del PIB, sino también, al del crédito en otros sectores. En 1992, la adquisición y rehabilitación de vivienda junto a la promoción inmobiliaria representaban apenas el 22% del total del saldo vivo del crédito dispuesto, mientras que las actividades productivas suponían el 61% de dicha magnitud. En 2007, esta proporción se había alterado sustancialmente. Mientras que el primero había doblado su peso sobre el total y representaba ya más del 53%, el destinado a las actividades productivas había caído hasta el 36%.

Podría argumentarse que este incremento no está únicamente relacionado con la caída de los costes de financiación, lo cual es cierto. Otros factores, como el aumento del precio de la vivienda juegan también un papel explicativo. Pero el hecho es que el comportamiento de estos dos factores muestra un círculo vicioso mediante el cual el aumento del crédito provoca un incremento del precio de la vivienda que, a su vez, eleva las necesidades de financiación de los particulares que quieren acceder a ella. Esta fuerte relación de causa efecto queda descrita por la figura siguiente. De hecho, en vista de este comportamiento podría decirse que no sólo la burbuja crediticia, sino el aumento de los precios de la vivienda en España en

el período 1999-2007¹²⁰ está directamente relacionado con el ingreso en la moneda única.

Figura 3.16. Relación entre crédito hipotecario y precios de la vivienda. España 1989-2014



Fuente: Ministerio de Fomento y Banco de España.

Una vez apuntada la relación de causalidad entre el ingreso en la UEM, la caída de los costes de financiación, el aumento del crédito y el incremento del precio de la vivienda, es necesario entender qué ocurrió con la calidad del crédito concedido. Esto es importante para poder establecer la relación última entre la UEM y la crisis bancaria. El deterioro de los activos estaría en línea con lo apuntado por Bustelo (2004) que sugiere que en un sistema de tipo de cambio fijo la llegada masiva de capitales provoca en el sector bancario un boom crediticio que puede derivar en un

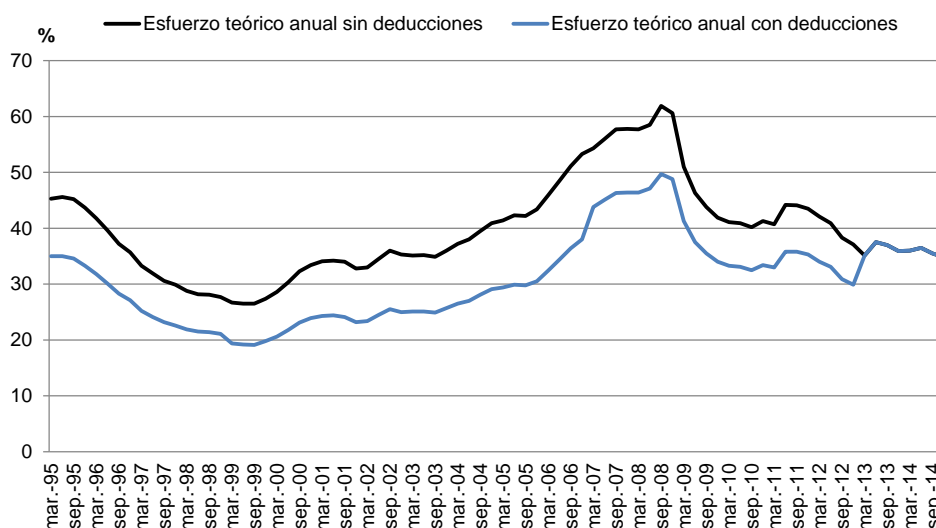
¹²⁰ Entre 1999 y 2007 el precio del metro cuadrado de las viviendas libres en España aumentó en un 170%. El efecto de la moneda única en el aumento de los precios entre el ingreso en la moneda única y la puesta en circulación de los billetes y monedas se vio agravado por la voluntad de los tenedores de dinero negro de acceder a la compra de vivienda como mecanismo de formalizar sus posiciones. El BBVA estimó en 2001 que el dinero negro destinado a la compra de vivienda ascendió a más de 11.000 millones de Euros.

aumento de los pasivos de mala calidad destinados a inversiones con mayor riesgo y de baja rentabilidad.

Para evaluar este hecho a continuación se analizan las magnitudes más comúnmente aceptadas en la valoración de riesgos para la concesión de préstamos hipotecarios. Para medir la probabilidad de impago de un deudor hipotecario hay dos parámetros generalmente aceptados y presentes en la mayoría de manuales de riesgo de las instituciones financieras españolas, la capacidad y la voluntad de pago. El primero se mide mediante el esfuerzo que supone afrontar el pago de las cuotas hipotecarias respecto a los ingresos netos de los deudores firmantes de la hipoteca. El segundo, por la relación entre el valor del bien o bienes hipotecados y el préstamo hipotecario que recae sobre ellos; esta métrica también se conoce por sus siglas en inglés LTV (*loan to value*). Como se explica a continuación, ambos ratios se deterioraron de forma significativa desde el ingreso en la moneda única.

Desde 1999 se produce un aumento sostenido del esfuerzo para comprar una vivienda, como refleja el gráfico siguiente. Sin embargo, en él también se observa que en el pico del mercado este indicador se encontraba al mismo nivel que a mediados de la década de los noventa.

Figura 3.17. Esfuerzo para la compra de vivienda. España 1995-2014



Fuente: Banco de España

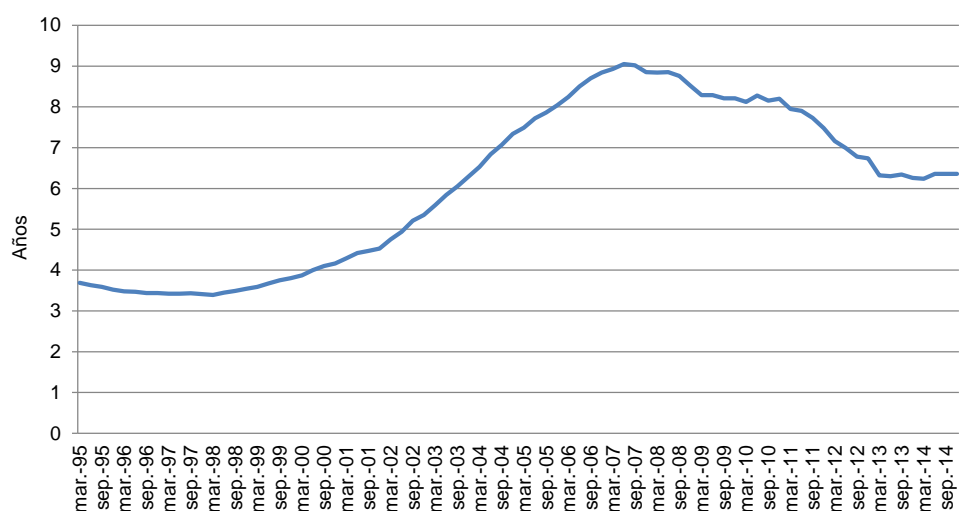
Sin embargo, a pesar de que este indicador se comporta en el pico del mercado de igual forma que en la etapa precedente, se puede afirmar que durante el boom inmobiliario se produjo un deterioro significativo de la capacidad de pago de los deudores. Para respaldar esta afirmación es necesario introducir otras dos variables en el análisis.

La primera es el factor tiempo. Una de las razones por la que la ratio de esfuerzo no se deteriora de manera más significativa es porque la cuota mensual se reduce al aumentar el número de años de hipoteca. El plazo de amortización medio de una hipoteca en España pasa de ser inferior a 20 años en la década de los noventa a superar los 28 años en 2007, de acuerdo a los datos del colegio de registradores.

La segunda tiene que ver con el esfuerzo bruto para la compra de vivienda. La caída de los tipos provoca una baja del coste de interés que paga el deudor en cada cuota mensual, pero dicha caída se ve compensada por un aumento del pago de principal de la hipoteca que se ha suscrito para comprar una vivienda más cara. Si se elimina el factor tipos de interés de la ecuación y se mide la relación entre la evolución de los

precios de la vivienda y la renta bruta por hogar se observa claramente que en la etapa inmediatamente posterior a la formación de la UEM se produce un rápido encarecimiento de la vivienda. En la década de los noventa, el esfuerzo en años de ingresos brutos para comprar una vivienda se mantiene muy estable en torno a los cuatro años. Sin embargo, a partir de 1999, esa ratio se deteriora hasta alcanzar los 7,7 años.

Figura 3.18. Esfuerzo en años de ingresos brutos para la compra de vivienda. España 1995-2014



Fuente: Banco de España

El que la capacidad de pago de las hipotecas descansase sobre unos tipos de interés bajos pero con hipotecas a tipo variable y con extensos periodos de amortización generó una elevada vulnerabilidad de la capacidad de pago a las fluctuaciones en los tipos de interés. De hecho, en el momento en que los tipos de interés comienzan a crecer en 2006 y 2007, por la subida de los tipos de interés oficiales por parte del BCE, aunque el paro está aún en mínimos históricos, la morosidad de las hipotecas españolas empieza a subir de manera acelerada.

Respecto al deterioro de la relación entre el valor de la garantía y el montante del préstamo, las estadísticas provistas por el colegio de registradores son menos

concluyentes ya que se remontan exclusivamente al año 2004. Por tanto no se puede establecer la relación entre el ingreso en la UEM y el aumento de esta relación. Sin embargo, si se analiza la evolución de esta métrica en los años inmediatamente posteriores al estallido de la burbuja inmobiliaria, se puede concluir que durante el momento álgido del ciclo los límites de endeudamiento se relajaron significativamente. En 2007 el LTV medio de las hipotecas españolas era del 64%, registrando un 17% de ellas valores superiores al 80%. En 2009, ante la escasez de crédito el LTV medio había caído en más de 11 puntos porcentuales hasta el 55% y sólo un 10% de las hipotecas concedidas superaba el 80% del valor de tasación del bien.

En definitiva, lo que ilustran los indicadores anteriores es que durante la fase expansiva del ciclo que comienza en 1999 se produce una disminución de los estándares para la concesión de préstamos hipotecarios. El aumento del precio de la vivienda, alimentado por esta expansión crediticia, hizo necesario extender más el horizonte de pago de las hipotecas y reducir la relación entre el dinero desembolsado por el comprador y el valor teórico del bien para permitir que la rueda del crédito continuase girando.

Esta desconexión entre el aumento del crédito hipotecario y la capacidad de pago de los deudores españoles se pondría de manifiesto con el estallido de la burbuja crediticia que dejaría en evidencia que los riesgos de impago de los deudores hipotecarios españoles se habían valorado de forma incorrecta por parte del sistema financiero en su conjunto.

3.5 Mecanismos de transmisión entre la moneda única y el aumento del crédito

Esta sección analiza el comportamiento de los productos de financiación estructurada¹²¹ en el seno de la UEM. Lo que se pretende poner de manifiesto es que la formación de la UEM permitió el desarrollo de los mismos, y que fueron éstos los que ayudaron a canalizar el ahorro de los países superavitarios del euro hacia la economía española. También se quiere señalar que el desarrollo de los referidos productos financieros guarda una estrecha relación con la burbuja crediticia y el desarrollo del sector inmobiliario residencial. Pero para poder entender el papel de estos instrumentos en la crisis es necesario saber en qué consisten.

Las cédulas hipotecarias son valores de renta fija emitidos por entidades de crédito en España y se diferencian de otros activos de este tipo en que los tenedores de estos títulos tienen el carácter de acreedores con preferencia especial frente a cualesquiera otros acreedores, con relación a la totalidad de los préstamos y créditos hipotecarios inscritos a favor del emisor, salvo los que sirvan de cobertura a las titulizaciones hipotecarias¹²².

Las cédulas territoriales, a diferencia de las cédulas hipotecarias, están especialmente garantizadas por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, entre otros, del Espacio

¹²¹ Por motivos de simplificación, se incluye bajo la denominación de instrumentos de financiación estructurada tanto a los bonos de titulación como a las cédulas hipotecarias y las cédulas territoriales.

¹²² Las cédulas hipotecarias se encuentran reguladas, principalmente, en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario, modificada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre (la “Ley 2/1981”) y en el Real Decreto 716/2009, de 24 de abril.

Económico Europeo¹²³. El volumen de cédulas territoriales es mucho menor que el de las hipotecarias. Éstas suponen menos de un nueve por ciento del volumen total de cédulas emitidas desde la instauración del euro. De hecho, la relevancia de las mismas sólo aumenta en el momento en el que la emisión de deuda pública del Estado se incrementa para financiar los crecientes déficits públicos. Por tanto, su papel en la formación de la burbuja crediticia es marginal.

La titulización de deuda consiste en la venta por parte de una institución financiera de una serie de activos a un ente conocido como vehículo de titulización¹²⁴. Dichos activos sirven de colateral a la emisión de bonos que realiza este vehículo, cuyas obligaciones de pago de principal e intereses se atienden con los flujos generados por dichos activos¹²⁵. En el caso de la titulización, al contrario de lo que ocurre con las cédulas, no existe garantía del emisor ya que los vehículos que emiten los bonos son una entidad separada de la que originó los préstamos y que no tiene personalidad jurídica propia. De hecho, la base de la titulización es el aislamiento crediticio de los bonistas respecto al riesgo de quiebra de las diferentes contrapartidas que forman parte de la estructura¹²⁶.

¹²³ Las cédulas territoriales se encuentran reguladas en el artículo 13 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Reforma del Sistema Financiero (la "Ley 44/2002").

¹²⁴ Para más información sobre el funcionamiento de las titulizaciones ver Schwarcz, S. L. (2002)

¹²⁵ La actividad de los fondos de titulización está regulada por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, la Ley 3/1994 y el Real Decreto 926/1998.

¹²⁶ El único propósito de los vehículos de titulización es adquirir préstamos del originador de los mismos y utilizarlos como colateral de los bonos emitidos. En la legislación española la propiedad de los activos titulizados no se transfiere al vehículo de titulización ya que eso implicaría un largo proceso de registro. Ese proceso es sustituido en el caso de titulizaciones hipotecarias por la emisión por parte de los originadores de Participaciones Hipotecarias o Certificados de Transmisión Hipotecaria.

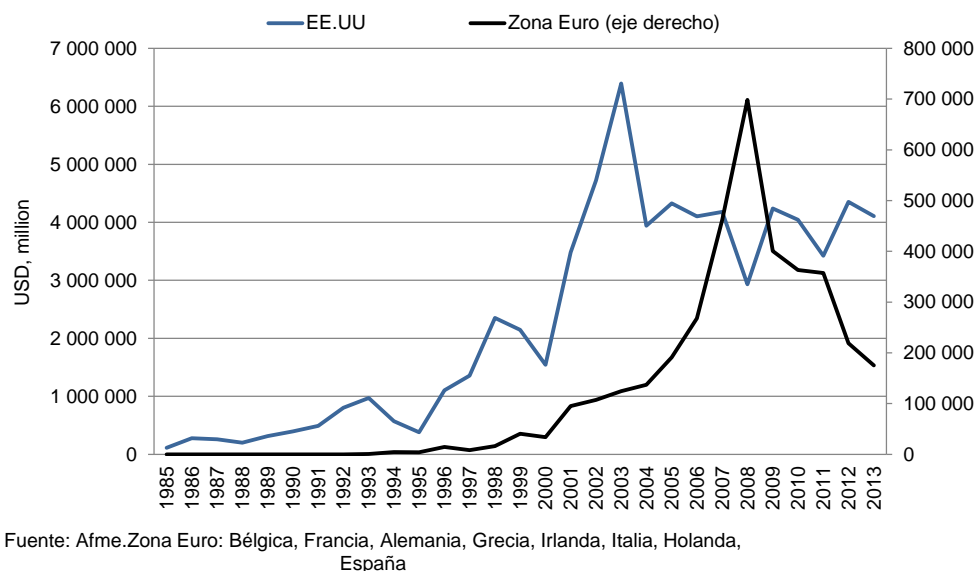
Durante la fase expansiva del ciclo crediticio, la importancia de la titulización llegó a ser mayor que la de las cédulas hipotecarias en la financiación a largo plazo de la economía española. En primer lugar porque el vencimiento de los bonos de titulización está ligado al vencimiento del colateral que respalda la emisión, por lo que la amortización de éstos era más dilatada. Por el contrario, en las cédulas hipotecarias el vencimiento está fijado por el emisor con independencia del perfil de vencimiento de la cartera subyacente, ya que no son los flujos generados por los activos los que atienden a los pagos de las cédulas, excepto en el caso de que se produzca un impago por parte del emisor.

Además, puede decirse que, en general, el perfil inversor de los bonos de titulización tuvo, desde la instauración de la moneda única, un perfil internacional, mientras que las cédulas hipotecarias se han colocado también entre los inversores nacionales.

3.5.1 La influencia de la UEM en el desarrollo de la financiación estructurada

El uso de la titulización de deuda comenzó a generalizarse para los países europeos a partir del año 1999. De hecho, si se analiza la evolución de los volúmenes emitidos de ésta en varios países del Euro (Bélgica, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda y España) antes de esa fecha, se observa que éstos eran casi despreciables. Esta dinámica no obedece a la falta de desarrollo de un mercado para las titulizaciones en el mundo financiero. Prueba de ello es que los volúmenes de emisión¹²⁷ en Estados Unidos durante ese periodo fueron muy superiores a los de Europa. Sin embargo, a partir de 1999, el crecimiento de ambos es similar, aunque no el volumen, ya que el punto de partida es significativamente diferente.

Figura 3.19. Emisiones de titulización. Comparación entre varios países de la zona euro y Estados Unidos 1985-2013



¹²⁷ Se compara aquí el volumen de titulizaciones ya que las cédulas hipotecarias o *Covered Bonds* carecen de desarrollos legislativos en Estados Unidos.

Entre 1999 y 2004¹²⁸ las emisiones de titulización en Europa crecieron un 1.100% con respecto al periodo anterior. Si se realiza esa misma métrica para el caso de los Estados Unidos se observa que, aunque también se produce un aumento significativo de las emisiones, éste es mucho menor, en torno al 330%.

Figura 3.20. Relación entre la formación de la UEM y el desarrollo de la financiación estructurada

	Relación de Causalidad entre la Formación de la UEM y el Desarrollo de los Instrumentos Financieros		
	1993-1998	1999-2004	Incremento entre períodos (1993-1998 vs 1999-2004)
Emisiones Titulización en EE.UU (Mill.\$)	6,738,320	22,231,387	330%
Emisiones Titulización en Europa (Mill.\$)	48,323	537,895	1113%

Fuente: AFME.

El caso concreto de España es también un claro ejemplo del impulso a los productos de titulización de deuda que supuso la incorporación a la moneda única. Esto se manifiesta en que a pesar de que los desarrollos legislativos y la liberalización de los mercados de capitales son anteriores¹²⁹, el recurso a estos productos no se produce hasta el ingreso en la UEM. Entre 1993, año en el que se clarifica definitivamente el marco inversor de la titulización¹³⁰, y 1998 las emisiones ascendieron a 7.200 millones de euros. En el periodo inmediatamente posterior, comprendido entre 1999 y 2004, su volumen supera los 131.000 millones, lo que supone un aumento del 1.810%, muy superior al registrado en Estados Unidos e incluso en el conjunto de los

¹²⁸ Se escoge este periodo de seis años para compararlo con el periodo de misma duración comprendido entre 1993 y 1998.

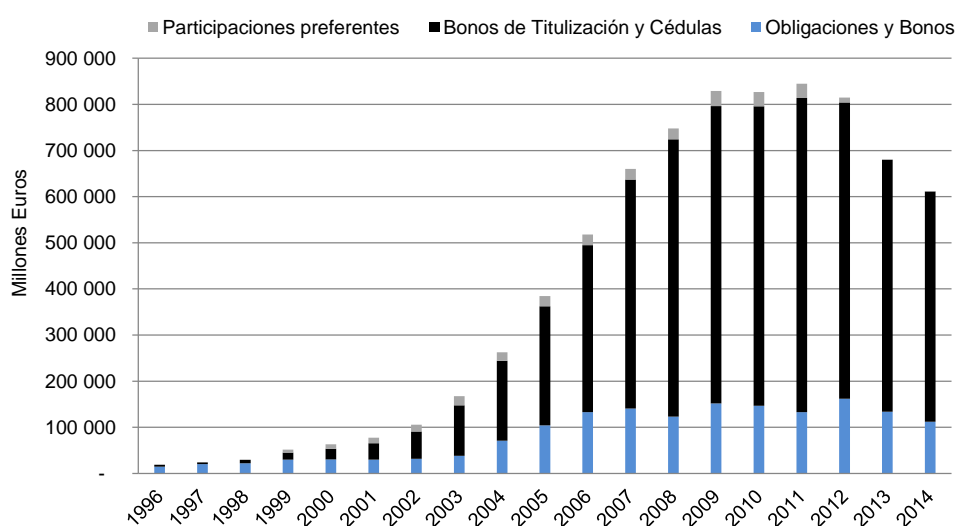
¹²⁹ Para más información sobre el proceso de liberalización del mercado de capitales ver Casado, Campoy y Chuliá (1995).

¹³⁰ La Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria y el Real Decreto-ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo.

países europeos analizados. De hecho, el mercado español de titulización pasó a ser el más importante de la UEM.

Este hecho supone un cambio significativo en las fuentes de financiación del sector financiero español¹³¹. Su creciente importancia como método para la obtención de fondos a largo plazo queda reflejada en los volúmenes de saldo vivo de las mismas ilustrados en el gráfico siguiente.

Figura 3.21. Saldo vivo de los instrumentos de financiación a largo plazo. España 1996-2014



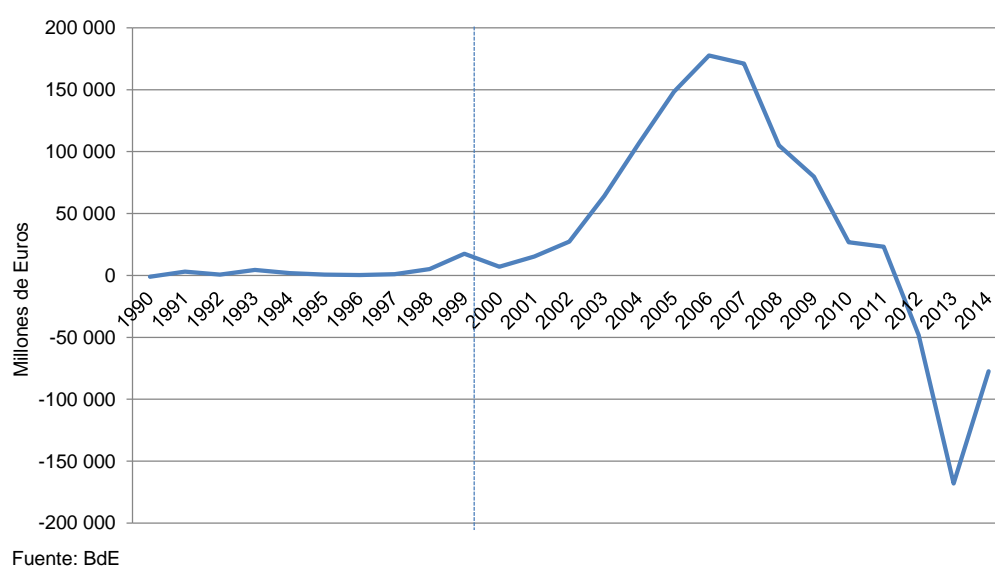
Fuente: AIAF

Se han dado muchas explicaciones sobre el porqué del desarrollo de la titulización a partir del año 2000. Entre las razones que se han esgrimido está la quiebra de las bolsas como consecuencia del estallido de la burbuja tecnológica a principios de 2000 y la necesidad de buscar fuentes alternativas de capitalización, Martín (2012).

¹³¹ Sirva como ejemplo que solo en el período 1999 -2014 las emisiones de financiación estructurada en España superaron los 1,3 billones de euros, lo que supone más del 130% del PIB.

Si se analizan las emisiones de valores de renta fija en los mercados primarios, se aprecia que en 2000 también se produjo una caída pronunciada en las mismas, por lo que la asunción de que la caída de la financiación bursátil empujó al sector empresarial al recurso a la renta fija no se ve reflejado en las estadísticas.

Figura 3.22. Mercados primarios de renta fija. Emisión neta en euros. España 1990-2014



Una explicación alternativa al creciente uso de la financiación estructurada como medio de financiación de las economías europeas desde 1999 es la relacionada con el papel de la propia UEM. En esta línea, aunque referidos al mercado de bonos en general, Courdacier y Martin (2007) consideran que el euro tuvo un efecto considerable en el desarrollo de los mercados de renta fija. Sólo en el año 2001, los autores estiman que, para el conjunto de la zona euro, el volumen de títulos en circulación aumentó un 150%. La razón que esgrimen para justificar este comportamiento es que la moneda única hizo que la inversión en bonos denominados en euros fuera más atractiva, lo que aumentó su demanda incluso fuera de Europa. Según sus estimaciones, los países no pertenecientes a la zona euro acumulaban, antes de la crisis, el doble de bonos de los que habrían tenido en ausencia de una unión monetaria.

Por su parte, Papaioannou y Portes (2008) señalan que el mercado de bonos se ha integrado más desde la introducción de la moneda única que los mercados de acciones, afirmación que es compartida por Pels (2008). Además, la autora, en línea con el argumento central de este capítulo, apunta que la reducción de la volatilidad del tipo de cambio y un mercado financiero más integrado son los responsables del incremento de la tenencia de bonos entre países de la unión. Otra conclusión interesante de este estudio es que la moneda única cambió los patrones de inversión bilateral. Esto supone que la mayor parte de los países analizados estaban más inclinados a invertir en la zona euro en el año 2001 de lo que lo estaban en 1997.

Este aumento de la demanda de bonos en general también se deja notar en el caso de la financiación estructurada por varios motivos. En primer lugar, por la mayor integración y desarrollo de los mercados financieros en el seno de la UEM, que permitió la armonización del mercado de emisiones de éstos.

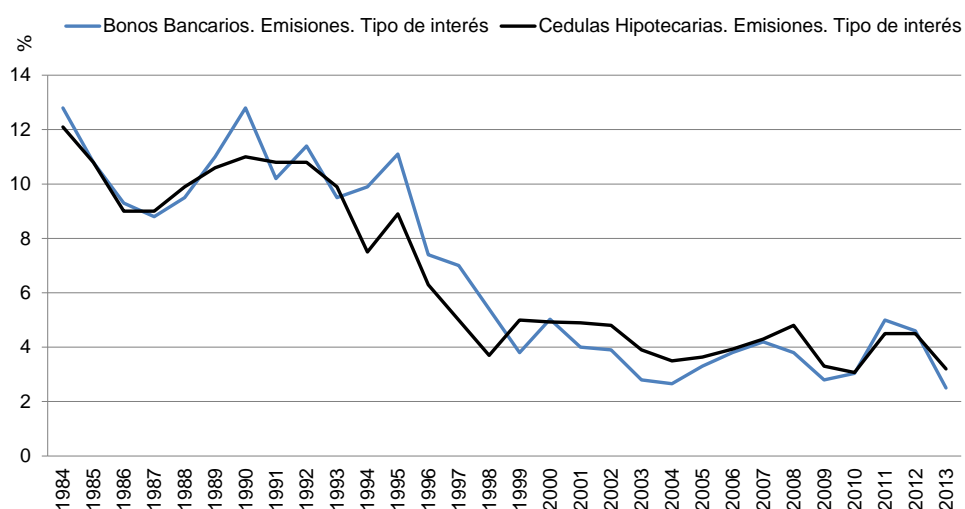
En segundo, porque la emisión de títulos en una moneda común permite que la liquidez de éstos sea mayor al aumentarse la base inversora. Esto es condición necesaria para la colocación de unos volúmenes significativos. De lo contrario, si no existe un mercado secundario lo suficientemente desarrollado y amplio, la valoración de los títulos en cartera se hace muy complicada, lo que tiene efectos sobre el consumo de capital que genera su mantenimiento y, en último término, sobre su precio. Este argumento estaría en línea con el trabajo de Portes y Rey (1998) previo a la integración monetaria señalando el efecto que tiene el que un bono esté denominado en una moneda de reserva sobre la liquidez del mismo.

Y en tercer lugar, porque todos los activos que respaldan los bonos y que generan los flujos para atender los correspondientes cupones están denominados en la misma moneda. Es posible establecer una permuta financiera (*currency swap*) que mitigue el riesgo entre las monedas en la que están denominados los activos y la moneda en la que lo están los bonos. Esto permitiría emitir en cualquier moneda y podría

favorecer el aumento de la base inversora. Sin embargo, esto implicaría establecer una permuta con cada una de las divisas de cada una de las jurisdicciones en las que se quiere colocar el bono de titulización. Además, esto supone una serie de inconvenientes nada desdeñables, ya que implica un riesgo añadido para la titulización y la hace más costosa e ineficiente.

La mejora de la liquidez y la expansión de la base inversora tienen, además, un efecto directo sobre los márgenes de emisión de cédulas y bonos de titulización, como puede verse en la figura siguiente.

Figura 3.23. Margen de emisión de los bonos de titulización y cédulas hipotecarias. España 1984-2013



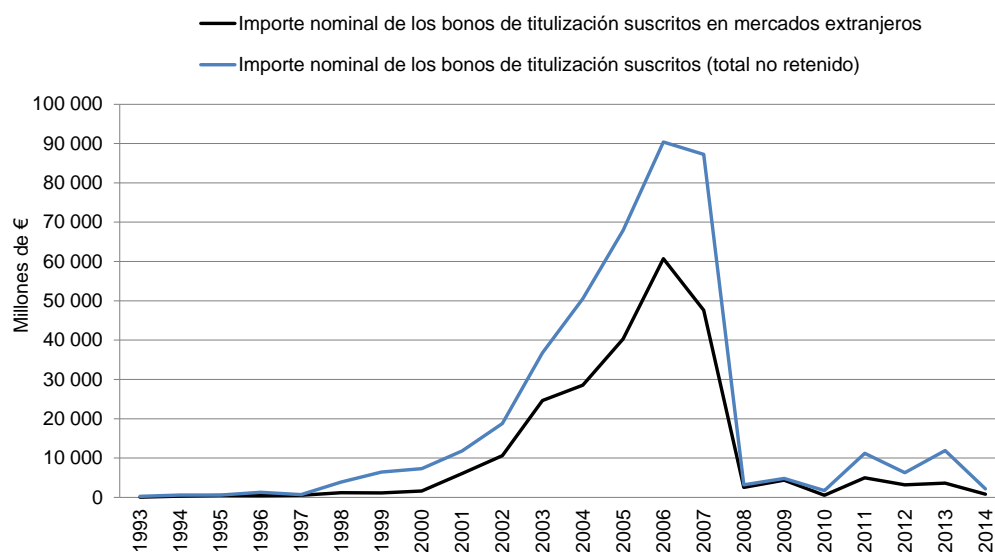
Fuente: BdE

Para el caso español, el efecto del euro en el aumento de la base inversora de los productos de financiación estructurada se pone de manifiesto al analizar las emisiones de bonos de titulización¹³² colocadas fuera del país. A partir de 1999, se

¹³² La CNMV provee de estadísticas sobre la colocación de bonos de titulización en mercados extranjeros. No existe, sin embargo, información sobre la colocación de cédulas hipotecarias.

observa que la mayor parte de las nuevas emisiones bonos de titulización son suscritas en mercados extranjeros¹³³.

Figura 3.24. Emisiones de titulización suscritas en mercados extranjeros. España 1993-2014



Fuente: CNMV

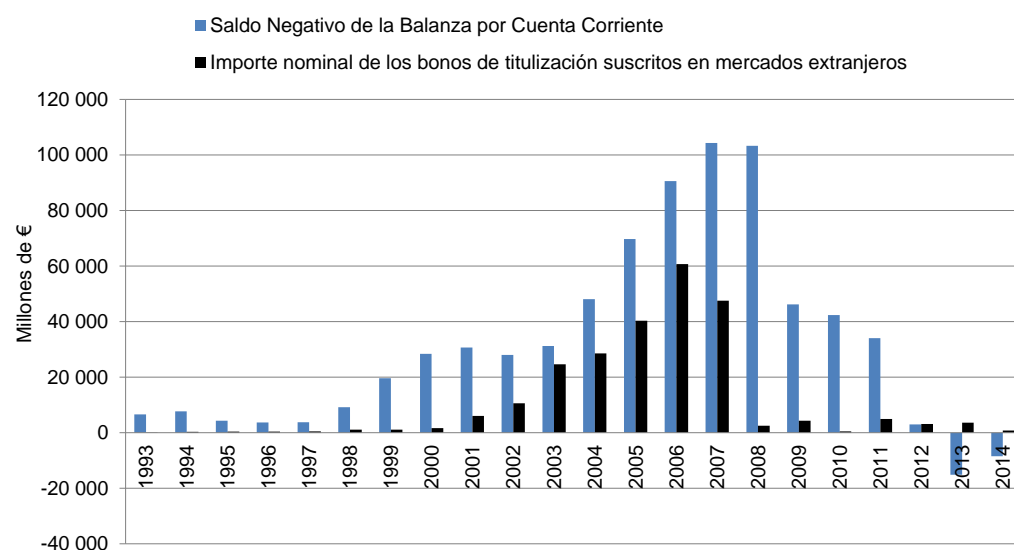
La importancia del desarrollo de la financiación estructurada explica, también, cómo se financiaron los crecientes desequilibrios exteriores en España desde la entrada en la UEM. Como puede observarse en la Figure 3.25, existe una estrecha relación entre el aumento de las emisiones de financiación estructurada y el aumento de los desequilibrios exteriores de la economía española.

Si se analiza la relación entre el saldo negativo de la cuenta corriente y las emisiones suscritas en mercados extranjeros durante la fase expansiva del ciclo, se observa que en el período anterior al ingreso en la UEM las titulizaciones colocadas en el exterior sólo cubrían un 15% del déficit por cuenta corriente. Sin embargo, a partir del

¹³³ Es importante distinguir entre las emisiones retenidas y las emisiones colocadas en mercado, especialmente a partir del año 2007, en el que la mayor parte de las emisiones son retenidas ante la ausencia de un mercado para este tipo de emisiones.

ingreso en la UEM éstas pasan a financiar casi la mitad del déficit¹³⁴. Esto da una idea de la importancia del desarrollo del mercado de las titulizaciones para la financiación de los déficits exteriores de la economía española tras el ingreso en la UEM, y de su papel como canalizador del ahorro externo. Estas dinámicas son las que se habían anticipado desde un punto de vista teórico al hablar sobre el papel del tipo de cambio en la atracción de capitales¹³⁵.

Figura 3.25. Saldo de la balanza por cuenta corriente y emisiones de bonos de titulización. España 1993-2014



Fuente: BdE, CNMV

El desarrollo de la titulización también tuvo efectos sobre la posición de solvencia y liquidez de los bancos españoles. Como argumenta Martin-Oliver (2010), éstos acabaron generando una enorme dependencia de la financiación mayorista, en lugar de otras fuentes de financiación más estables como los depósitos. Esto, a su vez, les hacía más vulnerables al sentimiento de los mercados. En esta misma línea otro

¹³⁴ Entre los años 1999 y 2007, el déficit por cuenta corriente ascendió a 450 mil millones de euros. En ese mismo periodo, las titulizaciones suscritas fuera de España sumaron 221 mil millones de euros.

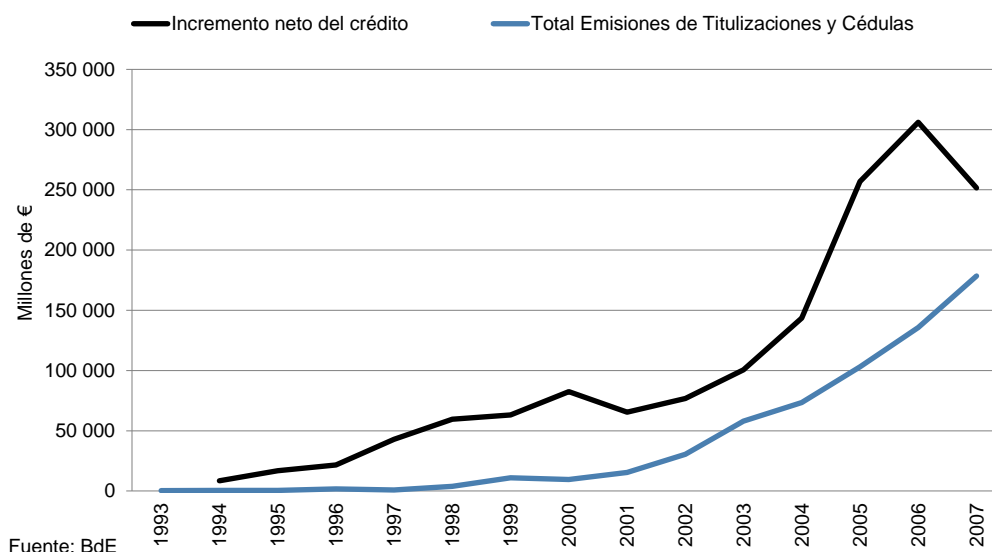
¹³⁵ Para más detalles ver el apartado 1.1 del capítulo primero sobre el efecto del régimen cambiario en la atracción de capitales, Bustelo (2004) y Edwards (2000).

aspecto relevante, derivado del papel de la titulización en el contexto de la moneda única, es que el modelo de crecimiento que generó expuso a la economía española a la interrupción brusca de la llegada de capitales a la que se refería Calvo (1998b). En este caso, la razón para esa interrupción no estuvo relacionada con el carácter de la UEM, ni con ataques especulativos. Su detonante fue la pérdida de confianza de los inversores acerca del verdadero valor de los bonos estructurados en Estados Unidos, que se extendió al mercado de la titulización en general. La UEM no es, por tanto, responsable de la interrupción de los flujos de capital, sino de generar las condiciones de dependencia de los mismos.

3.5.2 El papel de la financiación estructurada en la burbuja inmobiliaria

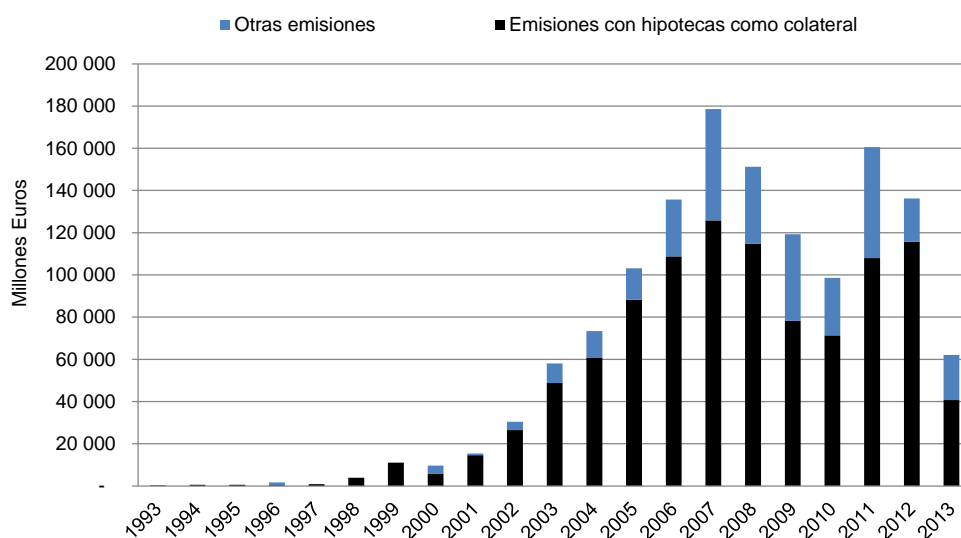
El desarrollo de los productos de financiación estructurada es clave en la formación de la burbuja crediticia. Como puede verse en la siguiente gráfica, existe una elevada correlación entre el desarrollo de ésta y el aumento del crédito en la economía. En el periodo 1999-2007 de los 1.346.000 millones de incremento neto del crédito, más del 45% acabó destinado a formar parte del colateral de los productos de financiación estructurada. Éstos, a su vez, eran colocados entre inversores, en su mayoría extranjeros, con lo que se generaban nuevos recursos. La llegada de esta financiación permitía volver a conceder nuevos créditos para la promoción inmobiliaria que posteriormente se convertían en préstamos hipotecarios a personas físicas mediante un proceso de subrogación, lo que generaba nuevo colateral para volver a emitir bonos de titulización. Esta mecánica es de singular importancia ya que establece un vínculo adicional entre la formación de la moneda única y la generación de la burbuja crediticia.

Figura 3.26. Relación entre el incremento neto del crédito y la emisión de bonos de financiación estructurada. España 1993-2007



Otro aspecto fundamental de la financiación estructurada en la formación de la burbuja crediticia es que los flujos crediticios que generó no se destinaron de igual manera a todos los sectores de la economía. Hasta el año 2007, la mayor parte de las emisiones estaban respaldadas por hipotecas, como se observa en la Figura 3.27.

Figura 3.27. Emisiones con y sin respaldo hipotecario. 1993-2013



Fuente: AIAF, CNMV, Elaboración Propia

En el periodo comprendido entre 1999 y 2007, la proporción de emisiones que se colocaron en mercado de bonos sin respaldo hipotecario representó tan solo el 16% del total¹³⁶. A partir de esa fecha, la proporción se altera. Este comportamiento pone de manifiesto que cuando los emisores debieron acudir al mercado, los activos que titulizaron, en su mayoría, fueron los residenciales hipotecarios, aunque la ley permitiese la titulización de otro tipo de activos. En el momento en que los mercados mayoristas se cerraron, y lo único importante era la emisión de bonos con un determinado rating para su descuento en el BCE, fue cuando los emisores utilizaron su cartera de activos no residenciales.

¹³⁶ En ese periodo se emitieron bonos de financiación estructurada por valor de 436.000 millones de euros, de los que solo 72.000 millones de euros carecían de respaldo hipotecario.

Lo anterior pondría de manifiesto la existencia de un nexo entre el desarrollo de los productos estructurados y el incremento de la financiación hipotecaria. Sin embargo, para poder terminar de establecer esta relación entre el ingreso en la UEM y la formación de la burbuja inmobiliaria residencial es necesario refinar el análisis de los datos¹³⁷.

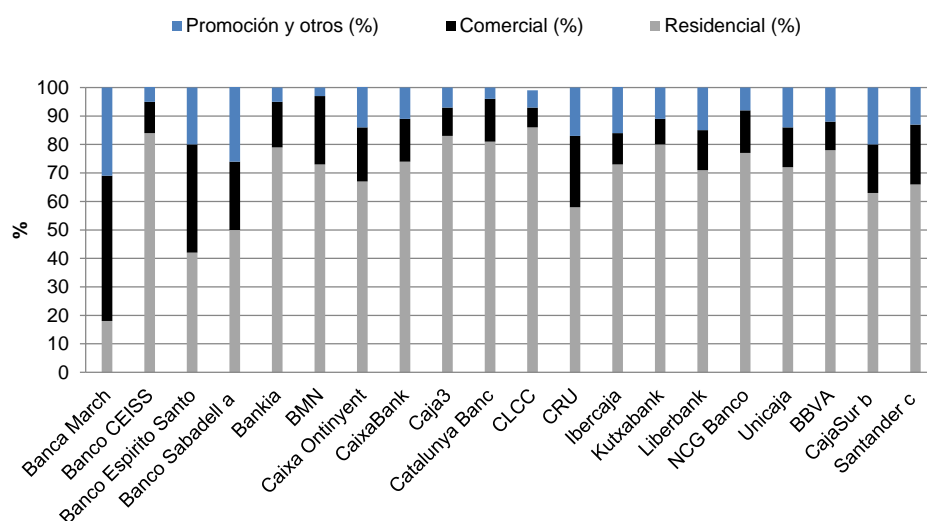
Hasta ahora la distinción entre emisiones con respaldo hipotecario y sin él ha atendido a los siguientes criterios. Bajo el epígrafe no hipotecario se han incluido las titulaciones a PYMES, empresas y grandes empresas, cuyo colateral, en ocasiones, incluye préstamos con garantía real. Por su parte, bajo la denominación de emisiones con respaldo hipotecario, se han incluido las cédulas hipotecarias cuyo colateral no está enteramente compuesto por hipotecas residenciales. Para entender cuál es el verdadero volumen de emisiones con respaldo hipotecario residencial se debe descontar la subcartera de hipotecas comerciales del cómputo de las cédulas hipotecarias.

Aunque el peso de esta subcartera varía significativamente entre instituciones financieras, como ilustra el gráfico siguiente, el total del peso de la cartera residencial es muy superior a la comercial. Para el conjunto del sector la media ponderada del peso de este último es del 16% frente a un 84% de la residencial¹³⁸. Aun considerando todo lo anterior, el saldo vivo de las emisiones de financiación estructurada con garantía hipotecaria residencial sigue siendo muy superior al resto, ya que las primeras suponen más de un 80% del total.

¹³⁷ Para más detalles sobre la evolución de cada activo ver apéndice I

¹³⁸ La promoción inmobiliaria se incluye dentro de este último ya que el propósito de la misma es la construcción, en la gran mayoría de los casos, de inmuebles residenciales, cuyos adquirientes se subrogaban en la posición del promotor inmobiliario, por lo que acaba convirtiéndose en deuda hipotecaria residencial.

Figura 3.28. Carteras Subyacentes a las Cédulas Hipotecarias Españolas por Institución y Tipo de Activo. España 2013

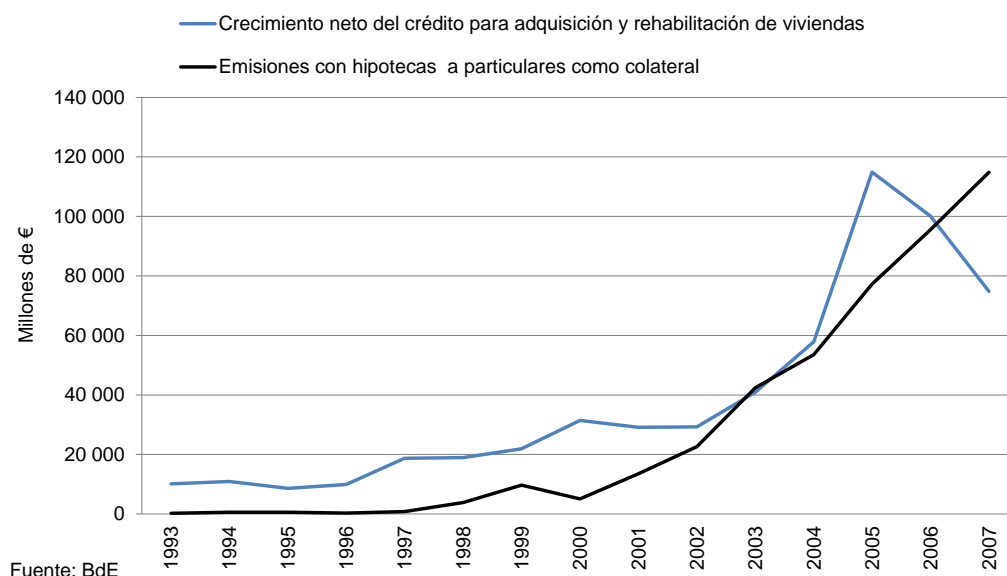


Fuente: Fitch

Una vez hecho esto, puede establecerse el vínculo definitivo entre la formación de la UEM, el desarrollo de los productos de financiación estructurada y la burbuja inmobiliaria. Como puede apreciarse en la figura siguiente, existe una alta correlación entre el incremento del crédito residencial y la financiación estructurada. Así, tras el ingreso en la UEM cerca del 70% del aumento neto del crédito hipotecario residencial está respaldado por emisiones de financiación estructurada cuya garantía eran hipotecas residenciales¹³⁹.

¹³⁹ En el periodo 1999-2004, el saldo vivo del crédito hipotecario aumenta en 210.000 millones de euros. Por su parte, las emisiones de productos estructurados con respaldo hipotecario residencial lo hacen en 146.000 millones.

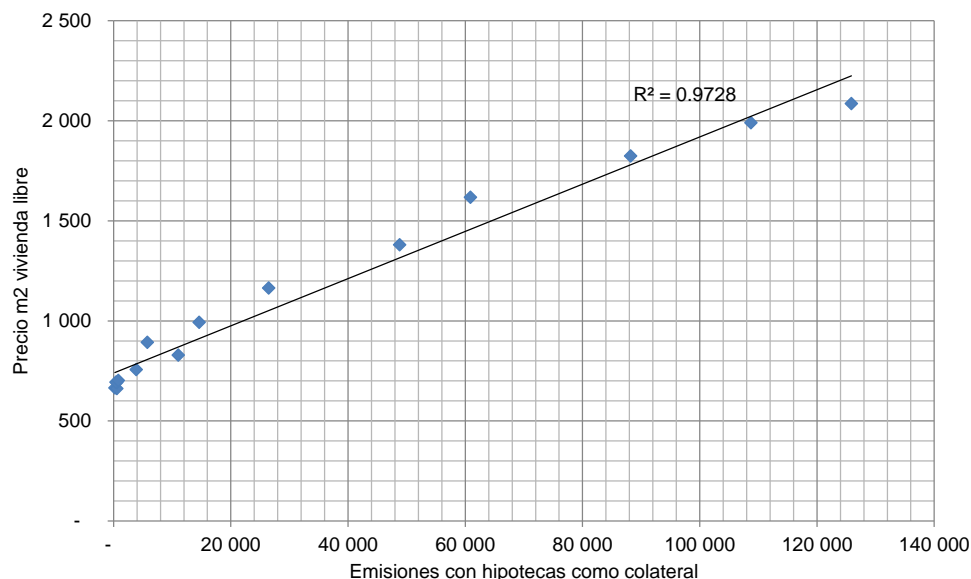
Figura 3.29. Relación entre el incremento neto del crédito residencial y la emisión de bonos de financiación estructurada con hipotecas a particulares como colateral. España 1993-2007



Otro aspecto relevante, puesto de manifiesto para el caso estadounidense por Mian y Sufi (2008), es la relación entre el incremento del precio de la vivienda y lo que los autores llaman desintermediación financiera, refiriéndose con ello a la originación de préstamos con el fin de titularlos¹⁴⁰. En esta misma línea y también referido al mercado estadounidense, Keys, Mukherjee, Seru, y Vig (2008) concluyen que la titulización provocó un deterioro de los criterios de originación y sanción de préstamos. Para el caso español, como se ha abordado en el apartado anterior, el boom de las titulizaciones también coincide con una disminución de los estándares para la concesión de préstamos hipotecarios que se hacen patentes en el deterioro de los principales indicadores de riesgo.

¹⁴⁰ Los autores manifiestan la ligazón entre la rápida expansión del suministro de préstamos hipotecarios generada por la titulización y la rápida apreciación de los precios de la vivienda en los Estados Unidos.

Figura 3.30. Relación entre el incremento del precio de la vivienda y las emisiones de titulización residencial hipotecaria. España 1993-2007



Fuente: Ministerio de Fomento y elaboración propia a partir de datos de la CNMV y la AIAF.

Una posible explicación a la canalización del crédito al sector residencial se centraría en el propio funcionamiento de estos productos financieros. De acuerdo a esta perspectiva, la razón por la que se dirige el aumento de la inversión hacia el sector inmobiliario es que los productos de financiación estructurada, que son vertebradores del aumento del crédito, se desarrollan en torno a los préstamos hipotecarios residenciales. El motivo es el carácter granular y homogéneo de las hipotecas a particulares que hace que éstas sean un colateral de mayor calidad para las titulizaciones de deuda ya que permiten predecir mejor su comportamiento. Las hipotecas a particulares tienen una menor probabilidad de incurrir en mora, unos perfiles de amortización más predecibles y una mayor probabilidad de recuperación en caso de impago. Por el contrario, los préstamos a medianas y pequeñas empresas tienen mayor volumen y sufren problemas de concentración en una misma industria. Por todo lo anterior, la mejora del crédito o protección necesaria para su colocación en el mercado es menor que la de las titulizaciones de préstamos a pequeñas y medianas empresas, lo que las hacen menos costosas.

Otro factor a tener en cuenta, propio del funcionamiento del mercado, es la propia demanda de los inversores. Las colocaciones de instrumentos de titulización antes de la crisis tenían una mejor acogida en los mercados cuando estaban respaldadas por hipotecas a particulares. Esto se ve reflejado en el alto poder explicativo que tiene la relación entre el crédito hipotecario para la adquisición de vivienda y las titulizaciones suscritas en mercados extranjeros, que nuevamente se muestra altamente correlacionada¹⁴¹.

¹⁴¹ Se hace referencia aquí a la titulización y no a las cédulas por no existir datos sobre la cantidad de éstas colocadas en mercados extranjeros.

3.6 Conclusiones

En este capítulo se ha expuesto la existencia de una serie de relaciones de causalidad que ligan la creación de la UEM con la formación de la burbuja inmobiliaria en España.

En primer lugar, se ha descrito la paulatina reducción de la volatilidad del tipo de cambio a medida que el compromiso con la UEM se hacía más fuerte, y como esta mayor certidumbre quedaba reflejada en la caída de los costes de financiación.

Posteriormente, y ya para el caso de España, se ha mostrado la relación entre la bajada de los tipos de interés y el aumento del crédito dispuesto, y como éste creció a un ritmo superior al de la economía o al de ciclos expansivos anteriores. También se ha expuesto cómo la afluencia de capitales se dirigió mayoritariamente hacia el sector hipotecario residencial generando un progresivo deterioro del perfil de riesgo de los deudores y una escalada de los precios de la vivienda. Respecto al porqué la ola de crédito se canalizó al sector inmobiliario se han señalado varios motivos como la mayor sensibilidad de éste a los incrementos del tipo de interés, el desarrollo del sector financiero o el papel de la financiación estructurada. Sobre esta última se han aportado datos respecto a su desarrollo en el seno de la UEM y los motivos que lo justifican. También se ha resaltado su papel en la financiación de los déficits exteriores.

Una vez dibujado el escenario que dejaron tras de sí los primeros años de unión monetaria, en el siguiente capítulo se aborda el estallido de la burbuja inmobiliaria y como ésta se convirtió, primero en una crisis bancaria, y posteriormente en una crisis de deuda soberana, así como el papel que la UEM jugó en todo ello.

4- Del estallido de la burbuja inmobiliaria a la crisis de deuda soberana, el papel de la UEM

4.0 Introducción

Los primeros años de funcionamiento de la zona euro generaron una fuerte vulnerabilidad de los países periféricos ante una interrupción repentina de los flujos de capitales, Ederer (2015). Es en ese escenario de fuerte dependencia de los mercados cuando estalla la burbuja de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, generando una crisis financiera de carácter global. No puede señalarse a la UEM como responsable de que ese parón repentino de la liquidez a nivel mundial se produjera. Donde la unión monetaria sí jugó un papel destacado es en la generación de la dependencia a dichos flujos. El otro ámbito donde la moneda única tuvo un valor explicativo es en cómo se propaga la crisis entre diferentes sectores de la economía española hasta convertirse en una crisis de deuda soberana. Este capítulo tiene como propósito explicar dicho papel. Para ello, se divide en cinco apartados.

En el primero se reconstruye la secuencia entre el parón del crédito y el estallido de la burbuja inmobiliaria en España, así como los efectos de éste sobre el crecimiento y el empleo. El segundo se centra en cómo la desaceleración del sector de la construcción derivó en la quiebra de parte del sistema bancario español. El tercero aborda el debate sobre el comportamiento de los costes de endeudamiento soberano en el marco de la unión monetaria. El cuarto analiza cómo la condición de unión monetaria incompleta influyó en la formación de la crisis de deuda soberana. En el último, se pone de manifiesto que en el seno de la UEM no se activaron los mecanismos de estabilización automática que se supone deben tener lugar en un área monetaria óptima.

4.1 El estallido de la burbuja inmobiliaria

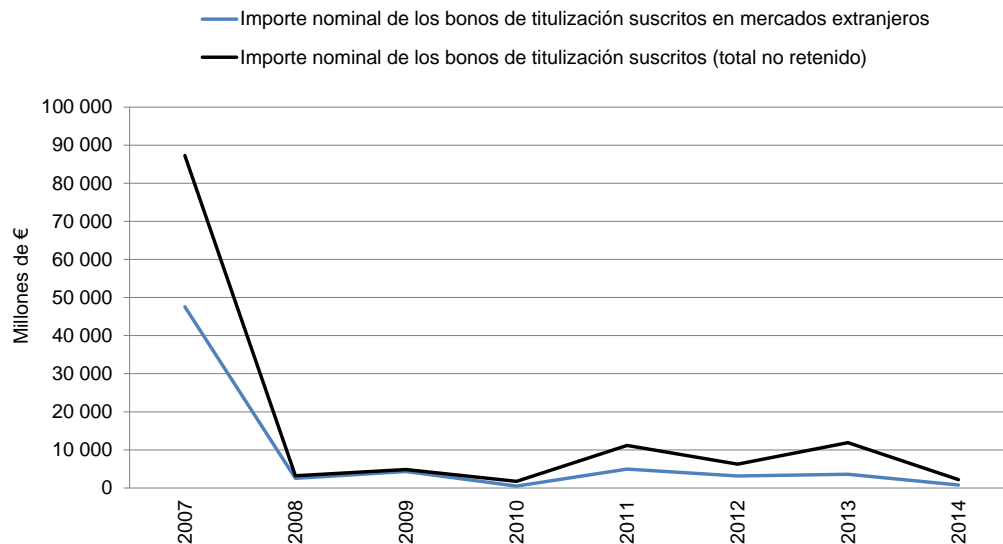
La crisis de liquidez internacional provocó el cierre de los mercados para los productos de financiación estructurada que estaban en el centro del círculo vicioso que había alimentado la burbuja inmobiliaria en España. A partir del verano de 2007, con la crisis de las hipotecas *subprime*¹⁴², y posteriormente con la quiebra de Lehman Brothers¹⁴³, los mercados de titulización quedaron prácticamente cerrados para el papel español. En el momento de escribir esta tesis, siete años después, éstos aún no se habían reabierto, aunque sí lo habían hecho para otras economías tradicionalmente activas en la titulización de deuda en Europa como el Reino Unido o los Países Bajos.

En un primer momento, la ausencia de emisiones colocadas en mercado se explica por la desconfianza de los inversores hacia este tipo de productos, no sólo en España, sino en todo el mundo. Posteriormente, el factor que lastra la capacidad de emisión está ligado a las dudas sobre la evolución del sector residencial español. Esto supone que, durante todo el periodo recesivo, el único canal que quedó abierto para la financiación mayorista de los bancos españoles fue el recurso al descuento de bonos en el BCE. La caída del interés de los inversores internacionales y su papel en la reducción del volumen de emisiones queda ilustrada en la Figura 4.0.

¹⁴² Para una revisión sobre la literatura que aborda la crisis subprime en Estados Unidos y el papel de la titulización en ella ver Wilse-Samson (2010).

¹⁴³ En septiembre de 2008, el cuarto banco de inversión de los Estados Unidos, Lehman Brothers, presentó suspensión de pagos en la que constituye la mayor quiebra de la historia por volumen de capitalización. El motivo fue la exposición de su cartera a los bonos hipotecarios en un momento de fuerte corrección del sector residencial estadounidense.

Figura 4.0 Emisiones de titulización no retenidas y colocaciones en mercados extranjeros. España 2007-2014¹⁴⁴



Fuente: CNMV

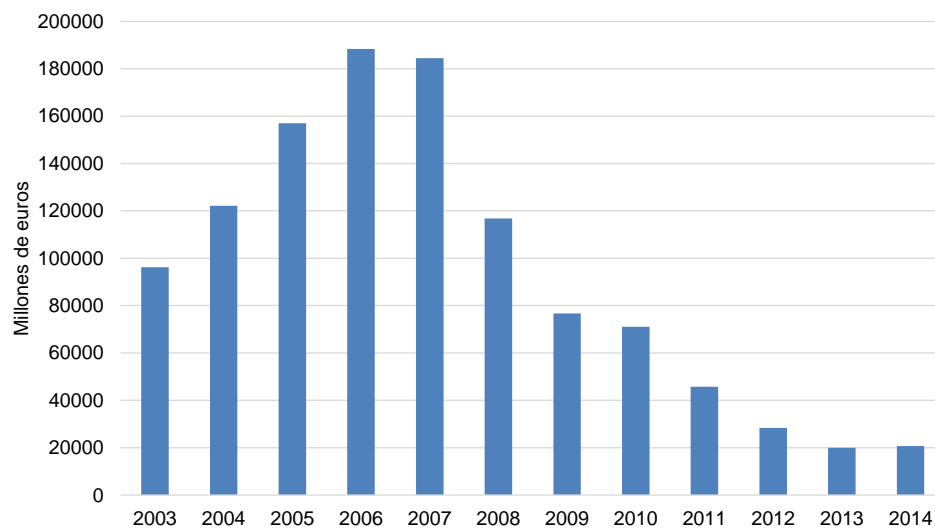
El cierre brusco de los mercados de financiación mayorista llevó aparejado un *sudden stop* del crédito en la economía española. Como cabría esperar, dada la elevada correlación entre éste y el crecimiento del sector inmobiliario, la contracción repentina del primero se tradujo en una caída significativa de la actividad económica en el segundo.

Las dificultades para acceder a los mercados mayoristas por parte de los bancos españoles provocaron un endurecimiento de las condiciones financieras para la compra de viviendas. Este efecto se hizo evidente en el número de préstamos hipotecarios formalizados por las entidades de crédito para la adquisición de vivienda que se observa en la Figura 4.1. Así, tan solo en el primer año de la crisis se generaron un cuarenta por ciento menos de hipotecas. El desplome continuaría en los años siguientes de forma que, en 2014, el volumen de préstamos residenciales

¹⁴⁴ La figura siguiente ilustra la caída de las titulizaciones no retenidas sin incluir las cédulas. Sin embargo, las conclusiones que se derivan son extrapolables a las cédulas hipotecarias, ya que el volumen de colocación de éstas durante la crisis fue mínimo.

formalizados representaba, solamente un once por ciento del registrado en el momento álgido del ciclo.

Figura 4.1. Número de préstamos hipotecarios formalizados por las entidades de crédito para la adquisición de vivienda. España 2003-2014



Fuente: Colegio de notarios, INE

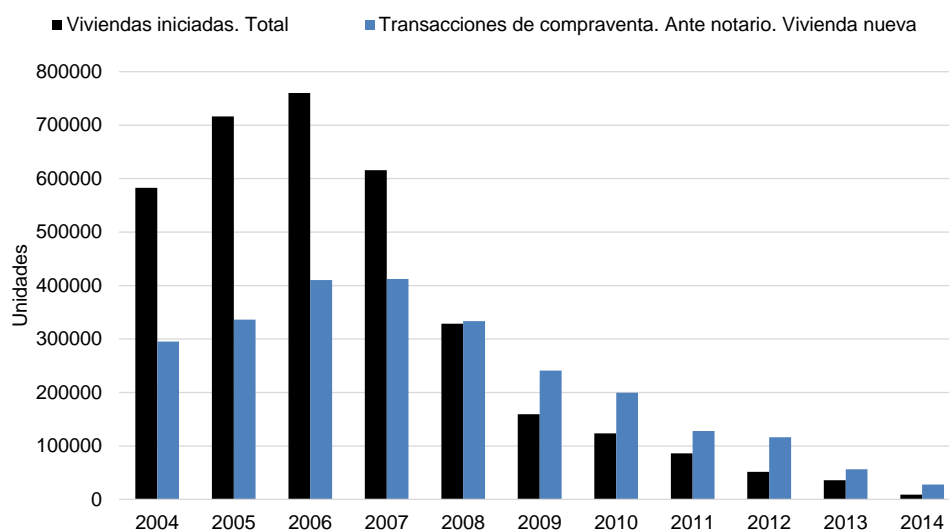
La carestía del crédito tuvo un efecto inmediato sobre el volumen de transacciones de compraventa con financiación hipotecaria, lo que se tradujo en que el porcentaje de viviendas adquiridas al contado pasó del treinta por ciento en 2007 a más del setenta por ciento en 2013.

Sin embargo, el aumento de la compra de viviendas en efectivo no fue suficiente. El endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos, unidos al incremento del paro y a la incertidumbre sobre la evolución de los precios de la vivienda provocó una fuerte contracción de la demanda que se tradujo en una caída en el número total de transacciones¹⁴⁵.

¹⁴⁵ En el año 2006 se vendieron en España más de 850.000 viviendas. En 2013, la cifra fue inferior a las 300,000 unidades.

La repentina desaceleración de la demanda en un sector como el inmobiliario cuyo ciclo productivo se extiende a lo largo de, al menos, dos años, provocó que muchos proyectos residenciales fueran interrumpidos en mitad de éste. Esto fue especialmente evidente durante los primeros años de la crisis en los que se finalizaron un volumen significativo de desarrollos que habían sido dimensionados durante la fase expansiva del ciclo y que no encontraron comprador. Así, la diferencia entre las viviendas iniciadas en el período 2004-2014 y las transacciones de compra-venta de vivienda nueva registradas ante notario durante ese mismo periodo ronda el millón de unidades.

Figura 4.2. Viviendas iniciadas y transacciones de compraventa de vivienda nueva. España 2004-2014

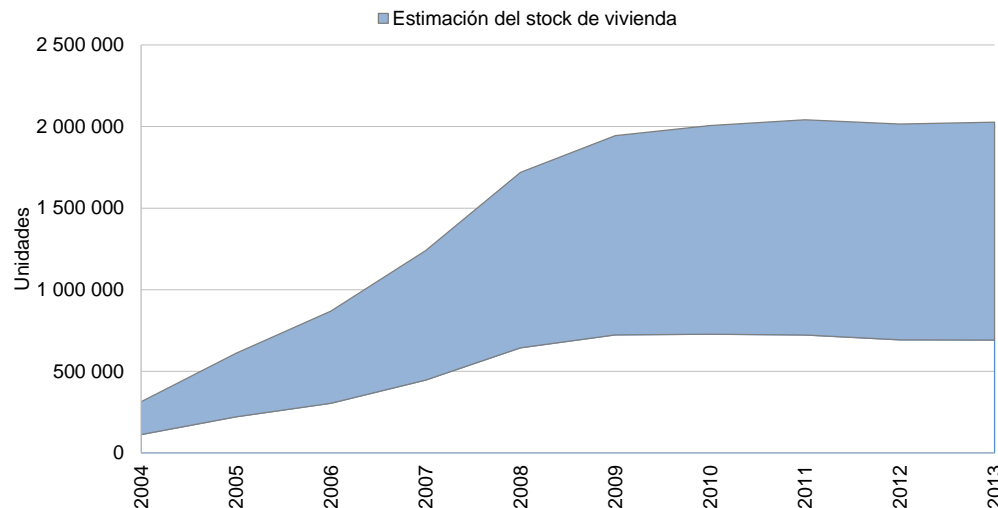


Fuente: Colegio de notarios, Colegio de arquitectos

Las cifras oficiales estiman que a partir del año 2010 el stock de vivienda sin vender en España se situaba en torno a las 700.000 unidades. Sin embargo, dicho cálculo asume que todas las viviendas construidas en régimen de autopromoción y cooperativas fueron vendidas y ocupadas en su totalidad. Si tenemos a éstas en cuenta, el stock de vivienda sería muy superior, situándose entre 700.000 y 2.000.000 unidades como refleja la figura siguiente (eso sin contar las viviendas

vacías, que el censo de 2011 cifraba en más de tres millones).

Figura 4.3. Evolución del stock de vivienda nueva sin vender. España 2004-2013

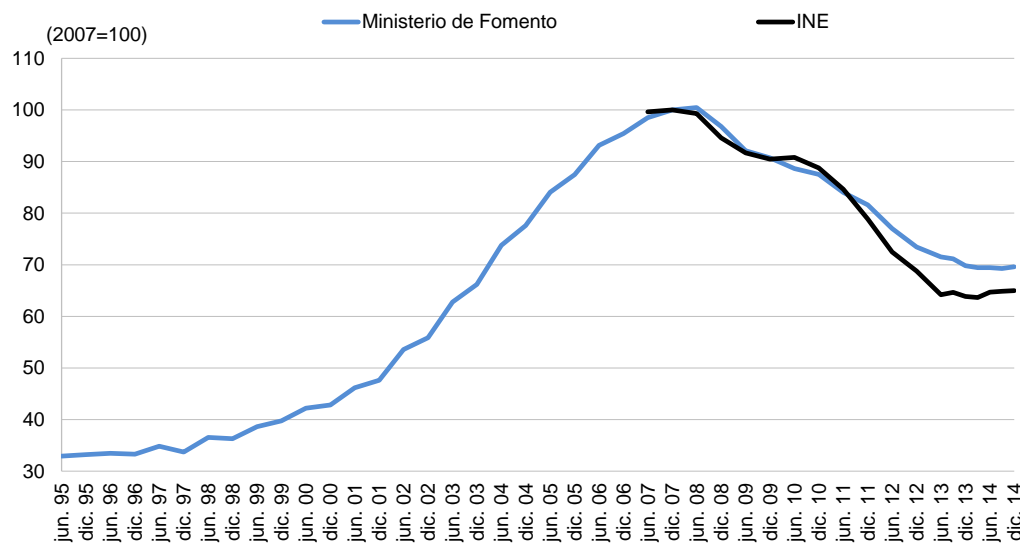


Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco de España y el INE

Este exceso de oferta, junto a la contracción de la demanda por la ausencia de crédito y el aumento del paro, alimentaron una fuerte corrección de los precios que, desafortunadamente, tardaron demasiado tiempo en ajustarse. Así, el coste de la vivienda residencial en España cayó de forma continuada durante un periodo de casi siete años, hasta tocar fondo a finales del 2014. Los vaivenes regulatorios sobre aspectos tan cruciales como la desgravación fiscal por la compra de vivienda habitual son un factor explicativo del largo proceso de ajuste de los precios en el sector¹⁴⁶. Desde el punto álgido del ciclo, registrado en el primer trimestre de 2008, hasta el momento en que se toca fondo, se produjo un ajuste de entre un treinta por ciento y un cuarenta por ciento dependiendo de la fuente, Figura 4.

¹⁴⁶ A finales del año 2010 se eliminó la subvención a la compra de vivienda. Este hecho provocó que durante ese año la caída de los precios se moderara, al estar la demanda impulsada por la voluntad de los compradores de beneficiarse de la ayuda fiscal. La desgravación fue reintroducida con carácter retroactivo en el año 2011, para volver a ser retirada de forma definitiva en 2013.

Figura 4.4. Evolución del precio de la vivienda, varios índices. España 1995-2014



Fuente: BdE, INE

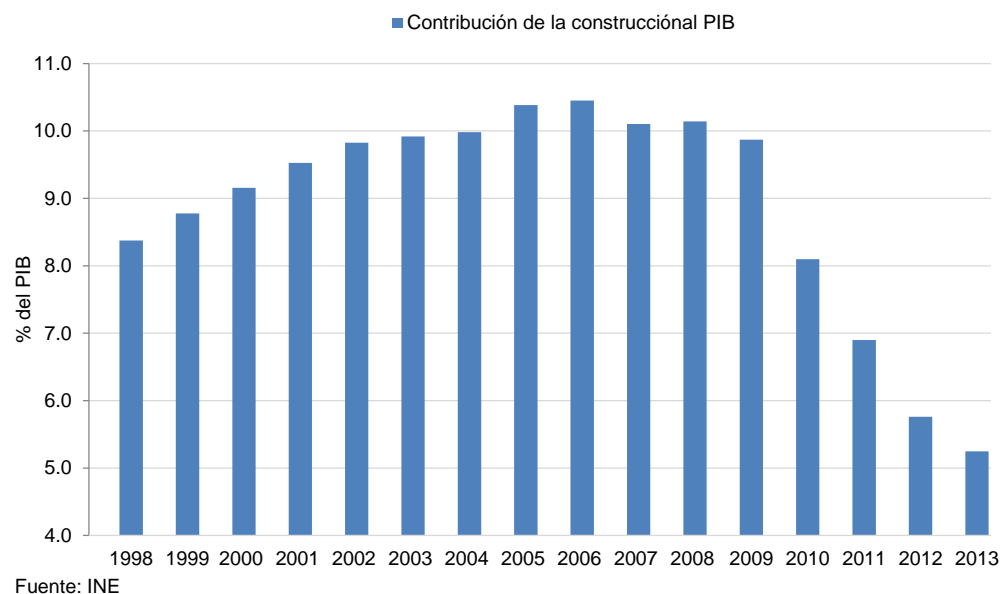
Esta desaceleración repentina del sector inmobiliario provocó una corrección brusca del empleo y de la producción, registrándose una recesión que se prolongó durante seis años y que supuso una contracción acumulada del PIB de más de seis puntos porcentuales¹⁴⁷. Durante esos años la contracción de la economía generaba, a su vez, un círculo vicioso mediante el cual la demanda de vivienda se veía afectada por el desempleo y las perspectivas económicas, agravando con ello la crisis. Así, la recesión de la economía española del periodo 2008-2013 fue más profunda que la de las dos crisis anteriores: la de mediados de la década de los setenta y la de los primeros años de la década de los noventa. En la primera de ellas la economía española tan apenas se contrajo. En la segunda, la caída del PIB no superó, en ningún ejercicio, los dos puntos porcentuales.

Si se analizan los componentes de la demanda agregada, la mayor profundidad de la crisis actual se explica especialmente por la evolución de la inversión. Ésta se

¹⁴⁷ Este cálculo está basado en la serie de PIB a precios de mercado en millones de euros publicado por el INE.

contrajo más del doble que en la crisis del 92, en la que cayó un quince por ciento, y seis veces más que en los años setenta, en la que se registró un retroceso de tan solo un seis por ciento. Dentro de la inversión, la diferencia más significativa se encuentra en el sector de la construcción. El peso de ésta sobre el PIB a precios de mercado se redujo casi en un cincuenta por ciento en un periodo de tan solo siete años, pasando del 10,4% de 2006 al 5,4% en 2013. Esta caída del peso de la construcción contrasta con las etapas de crisis anteriores. En los años noventa, la caída había sido del doce por ciento y en los años setenta del seis por ciento, Ortega (2012).

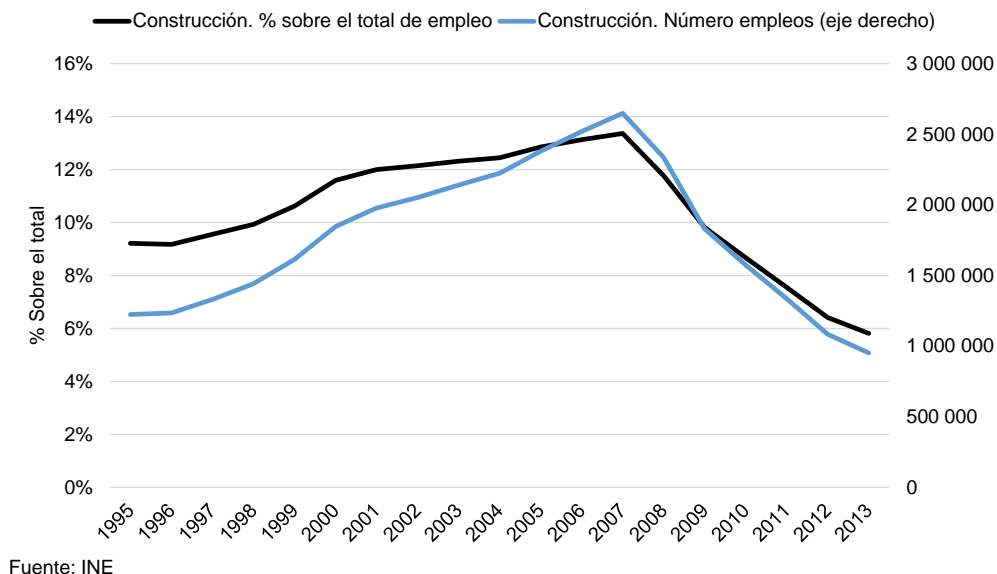
Figura 4.5. Contribución de la construcción al PIB. España, 1998-2013



El estallido de la burbuja también tuvo efectos marcados sobre el empleo. Este hecho se justifica, no solo por la sobredimensión del sector inmobiliario durante la fase expansiva, sino por las propias características de éste, muy intensivo en mano de obra, con baja productividad y no transable. Así, el sector de la construcción perdió, durante la crisis, más de 1.697.800 puestos de trabajo, lo que explica la mitad de los 3.460.000 parados generados a lo largo de esa etapa. En términos de contribución al empleo, la construcción pasó de explicar un 13,4% del total a tan solo un 5,8%.

La destrucción de empleo registrada durante la actual crisis también ha sido más significativa que la de las etapas anteriores. Así, entre 2008 y 2013 se destruyeron más del doble de los empleos que en las dos crisis precedentes.

Figura 4.6. Contribución de la construcción al empleo. España 1995-2013

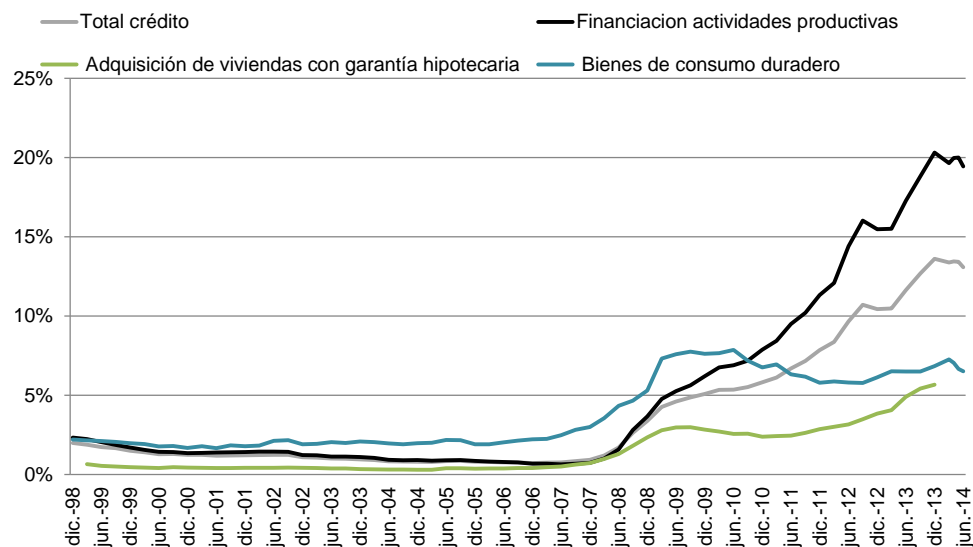


A pesar de que esta sucesión de eventos tiene su origen fuera de las fronteras europeas, es importante señalar que, la elevada participación de la construcción en nuestra economía en términos de empleo y producto, y las dinámicas insostenibles de este sector en términos de crecimiento y precios suponían que, incluso en ausencia de un parón repentino del crédito, España habría tenido que sufrir los efectos de su redimensionamiento. Esto habría provocado, en cualquier caso, un severo ajuste del sector inmobiliario y por tanto, la desaceleración de la economía y del empleo. Otro aspecto relevante del estallido de la burbuja inmobiliaria es el impacto que tuvo sobre el sector financiero, aspecto que se aborda en el siguiente apartado.

4.2 Del estallido de la burbuja inmobiliaria a la crisis bancaria

Una consecuencia directa del estallido de la burbuja fue el deterioro de la cartera de los bancos. Desde 2007, se produjo un fuerte aumento de la mora, siendo los créditos a las actividades productivas los que mostraron un peor comportamiento, seguidos de los préstamos al consumo y, en último término, de los préstamos para la adquisición de viviendas.

Figura 4.7. Entidades de crédito. Ratio de dudosidad. España 1998-2014

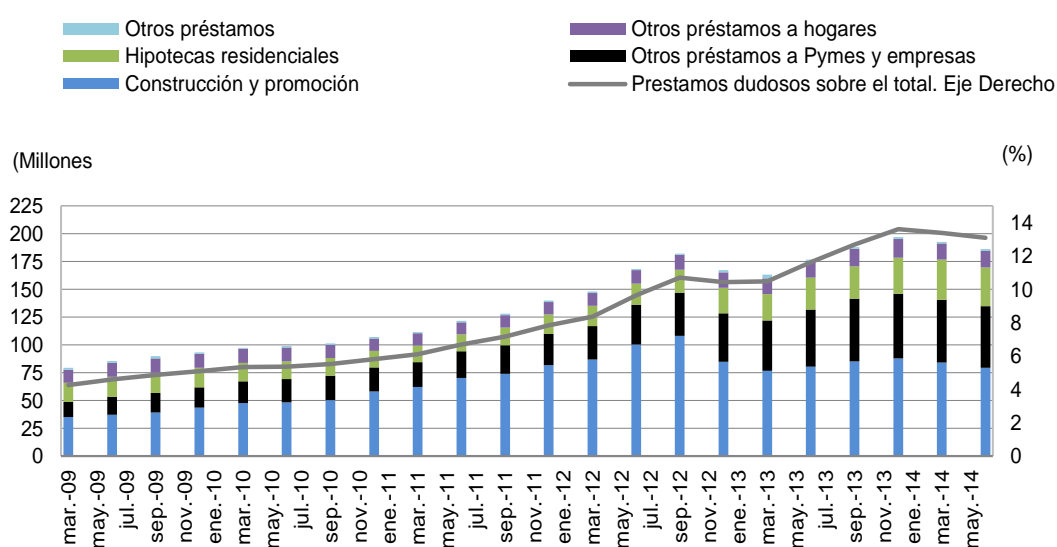


Fuente: Banco de España

En un principio, el mejor comportamiento del crédito residencial a particulares podría desmontar el argumento sobre la conexión entre el papel del sector inmobiliario y la crisis bancaria. Sin embargo, de un análisis más detallado del balance de los bancos se desprende que, dentro de los préstamos a actividades productivas, el sector que mostró un peor desarrollo fue el de la promoción inmobiliaria. Esto se explica porque el parón repentino de la demanda de vivienda llevó a la quiebra a numerosos proyectos de promoción. En un sector fuertemente apalancado y tradicionalmente muy dependiente del crédito, como es el sector inmobiliario, la quiebra de multitud de proyectos de manera simultánea generó un

deterioro significativo del balance de los bancos. Así, después de una etapa de fuerte acumulación de deuda, el sector privado español y el sector financiero se veían obligados a llevar a cabo un proceso de desapalancamiento que fue, naturalmente, largo y complejo.

Figura 4.8. Calidad de los activos en el sector bancario Español. Activos dudosos¹⁴⁸. España 1999-2014



Fuente: Banco de España

El deterioro de la situación financiera de los bancos españoles motivó, a mediados de 2009, la instauración del Fondo de Reestructuración Bancaria (FROB)¹⁴⁹ que sería el organismo encargado de sanear el sistema financiero español. Éste llevó a cabo una serie de intervenciones e intentos de recapitalización de distintas entidades financieras, en su mayoría, cajas de ahorro¹⁵⁰. Pero las medidas puestas en marcha

¹⁴⁸ La reducción de la mora al sector promotor que se observa en 2012 se explica por la transferencia de activos a la SAREB que se aborda más adelante.

¹⁴⁹ Hoy en día el FROB se rige por la Ley 9/2012 de 14 de noviembre de 2012, aunque su establecimiento se hizo mediante el Real Decreto-ley 9/2009.

¹⁵⁰ Para más información sobre el proceso de recapitalización y de consolidación de la banca española ver Figura A.12. del apéndice I.

no evitaron una creciente presión por parte de los mercados, ante las dudas sobre la verdadera dimensión del problema. Esta incertidumbre se trasladó a la prima de riesgo soberano amenazando con hacerla insostenible, lo que provocó que, en junio de 2012, el gobierno español solicitase oficialmente un paquete de ayuda al Eurogrupo para recapitalizar su sistema financiero. La inyección de capital en el sector financiero fue posible gracias a la firma por parte del gobierno español del Memorando de Entendimiento sobre Condiciones de Política Sectorial Financiera (MoU, en sus siglas en inglés)¹⁵¹.

Como parte del acuerdo con sus socios europeos, y para calmar a los mercados ofreciéndoles una visión independiente de la salud del sector financiero, en septiembre de 2012 se realizó un test sobre las necesidades de capitalización del sector llevado a cabo por la consultora Oliver Wyman. El test identificó un déficit de capital de 55.000 millones de euros para que los bancos españoles alcanzaran la ratio de capital *core tier 1* del seis por ciento.

De acuerdo a los resultados de dicho ejercicio, los bancos se clasificaron en cuatro grupos, atendiendo a sus necesidades de capital y a la forma de afrontar las mismas¹⁵². Los bancos del Grupo 1¹⁵³ recibieron inyecciones de capital por valor de 37,000 millones de euros en diciembre de 2012. Esta recapitalización fue seguida por una inyección de 18.000 millones de euros para los bancos del grupo 2¹⁵⁴ en el

¹⁵¹ El programa llevaba aparejado el cumplimiento de un programa de reestructuración y capitalización del sistema financiero. Los avances en el cumplimiento de estas obligaciones serían objeto de estrecha supervisión.

¹⁵² El grupo 1 aglutinaba a los bancos con necesidades de capital ya controlados por el FROB; el grupo 2, a las entidades para las que se identifican necesidades de capital y que no pueden cubrirlas por sí mismas; el grupo 3, a las que se esperaba que fueran capaces de levantar las necesidades de capital por sus propios medios; y el grupo 0 a las instituciones financieras a las que no se observaba déficit de capital.

¹⁵³ Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco y Banco de Valencia.

¹⁵⁴ Liberbank, BMN, Banco CEISS y Caja3 Banco.

primer trimestre de 2013. Los bancos del grupo 3¹⁵⁵, fueron capaces de levantar capital por sus propios medios sin que fuera necesaria la intervención del Estado.

Otro de los requerimientos del MoU fue que los bancos intervenidos limpiasen sus balances mediante transferencias a una sociedad de gestión de activos. Para ello se crea la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)¹⁵⁶.

Esta transferencia de activos a la SAREB¹⁵⁷ supuso un impulso a la liquidez de los bancos al aumentar el ratio entre activos líquidos y préstamos¹⁵⁸. Sin embargo, esto no se vio reflejado en un aumento de la actividad crediticia, ya que por un lado se inyectaba liquidez, pero por otro se exigía un proceso de desapalancamiento de los bancos intervenidos. La cesión de activos tóxicos no fue suficiente para cumplir este requerimiento, lo que obligó a llevar a cabo esfuerzos adicionales que se tradujeron en el cierre de sucursales, ajustes de planilla y contracción del balance. Los bancos regionales intervenidos, por ejemplo, fueron obligados a vender la parte de su negocio radicada fuera de su área tradicional de influencia.

Pero la necesidad de desapalancamiento no solo se aplicó a las entidades intervenidas. Todas las instituciones financieras, incluso aquellas en las que no se identificaron necesidades de capital, se vieron obligadas a dedicar recursos al

¹⁵⁵ Banco Popular Español e Ibercaja

¹⁵⁶ La SAREB es una entidad creada en noviembre de 2012. La mayor parte del capital de SAREB es privado, 55%, mientras que el 45% restante está en manos del FROB.

¹⁵⁷ A finales de 2012, los bancos del grupo 1 habían transferido activos por un valor de 37,000 millones de euros. La transferencia del grupo 2 se produjo en febrero de 2013 por valor de 15.000 millones de euros. Un 44% de los bienes transferidos eran proyectos inmobiliarios, un 32% préstamos morosos y el restante 24% activos embargados.

¹⁵⁸ A cambio de los activos problemáticos, los bancos recibieron bonos de la SAREB a tipo flotante y con vencimientos de entre uno a tres años. El rendimiento de los bonos estaba en torno al tres por ciento y estaban garantizados por el gobierno español. Esta garantía los hacía descontables en el BCE.

provisionamiento de los activos dudosos. Ya no sólo se trataba, por tanto, de un problema de acceso a los mercados mayoristas, sino de contracción del crédito ante la necesidad de mejorar los ratios de solvencia por el deterioro en el comportamiento de los activos en balance.

El proceso de reestructuración del sistema bancario deja una serie de conclusiones sobre el papel que jugó la pertenencia a la UEM en su gestión. Mientras duró el proceso de ajuste, el sistema bancario español no cumplió su función como engranaje en la política de transmisión monetaria. La liquidez adquirida con los bonos de la SAREB, o el masivo recurso al descuento, no se tradujeron en un mejor acceso del sector productivo al crédito. Esta ineficiencia de los mecanismos de apoyo al sistema financiero, y su papel en la crisis, se aborda en el apartado 4.4.1.

Otro aspecto muy relevante en el desarrollo de la crisis, es el relativo a la confianza de los mercados, que está en el centro del proceso de transformación de la crisis bancaria en una crisis de deuda soberana. Esta incertidumbre tiene que ver con varios factores.

El primero está relacionado con la tardanza en reconocer el problema por parte de las autoridades responsables de la supervisión bancaria. Como puede verse en la Figura 4.8, el aumento de la morosidad en los activos bancarios se deja notar de manera más clara en los años 2012 y 2013, a pesar de la transferencia de activos a la SAREB. Sin embargo, el verdadero deterioro de éstos es muy anterior. Este retraso en aflorar los préstamos dudosos se debe a los procesos de reestructuración de préstamos con dificultades de pago, que ocultó la dimensión de la mora, alimentando así la incertidumbre sobre la verdadera naturaleza del problema. Éste no afloraría en toda su extensión, hasta la puesta en marcha de la circular del Banco de España que homogeneizaba los criterios de clasificación de los préstamos

refinanciados como préstamos de dudoso cobro¹⁵⁹. Esta falta de transparencia unida a las incertidumbres sobre la evolución de los precios de la vivienda fue la que cerró, por un periodo superior al de otras economías de la zona euro, el acceso de los bancos españoles a los mercados mayoristas de capital.

El segundo, también relacionado con el andamiaje institucional de la UEM, es la falta de mecanismos de resolución bancaria y la debilidad del marco regulatorio en el seno de la moneda única. Como se ha analizado en el capítulo segundo, la moneda única nace sin mecanismos sólidos de reestructuración y resolución bancaria. Es, de hecho, la experiencia sufrida por los bancos de la periferia europea durante la crisis la que lleva al establecimiento de la directiva de reestructuración y resolución bancaria que crea, por fin, un marco único para lidiar con instituciones financieras en problemas dentro de la zona euro.

Esta falta de transparencia, y la ausencia de mecanismos de rescate son los que provocaron la incertidumbre sobre la magnitud del posible coste del rescate del sistema financiero español que es la que explica el comportamiento de los mercados. Aunque a la postre la mejora en transparencia sobre las necesidades de financiación del sector financiero español derivadas del rescate ayudaría a calmar las inquietudes de los inversores, en el momento en el que se produce la petición de ayuda del sistema financiero español el diferencial de la deuda pública alcanza máximos históricos¹⁶⁰. El motivo que explica este comportamiento fue el elevado coste del rescate, pero sobre todo las dudas sobre si éste sería suficiente o, si por el contrario, se harían necesarios nuevos desembolsos. La factura de la reestructuración del sistema financiero supuso un aumento del déficit consolidado

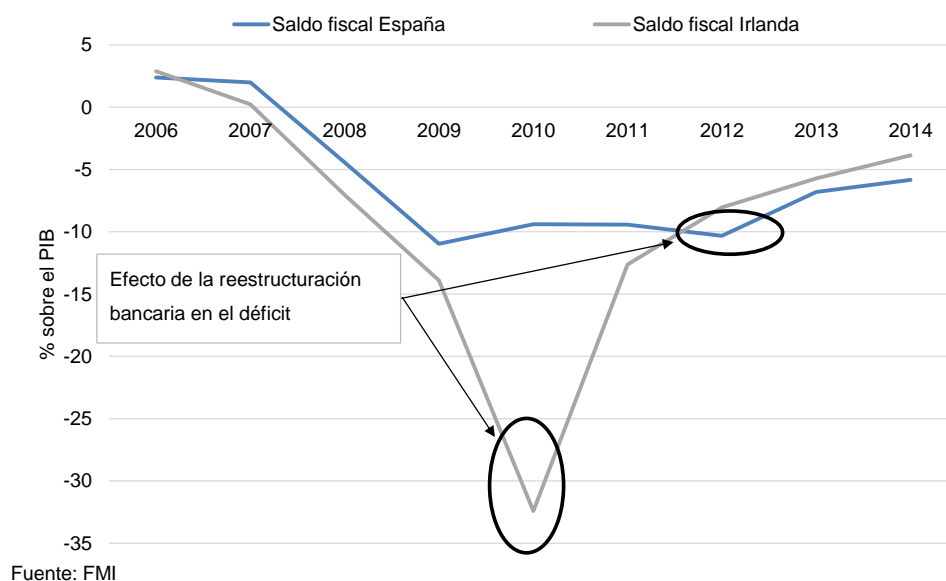
¹⁵⁹ Circular 6/2012 de Septiembre de 2012

¹⁶⁰ En julio de ese año el diferencial del bono español a diez años respecto al alemán alcanza la cifra record de los 638 puntos básicos como puede verse en la Figura 4.10.

de las administraciones públicas equivalente al 4,8 del PIB y vino a ahondar los problemas de sostenibilidad de las finanzas españolas¹⁶¹.

Sin embargo, lo que los mercados temían es que éste pudiera llegar a alcanzar una dimensión similar al observado en Irlanda, lo que habría hundido de manera irremediable a las finanzas públicas españolas, Figura 4.9. Esta falta de transparencia y de homogeneidad en los criterios de clasificación introduce un tema relevante y ligado a la construcción europea, como es la falta de armonización en los criterios de supervisión.

Figura 4.9. Efecto de la reestructuración bancaria en el déficit público. Irlanda y España 2006-2014



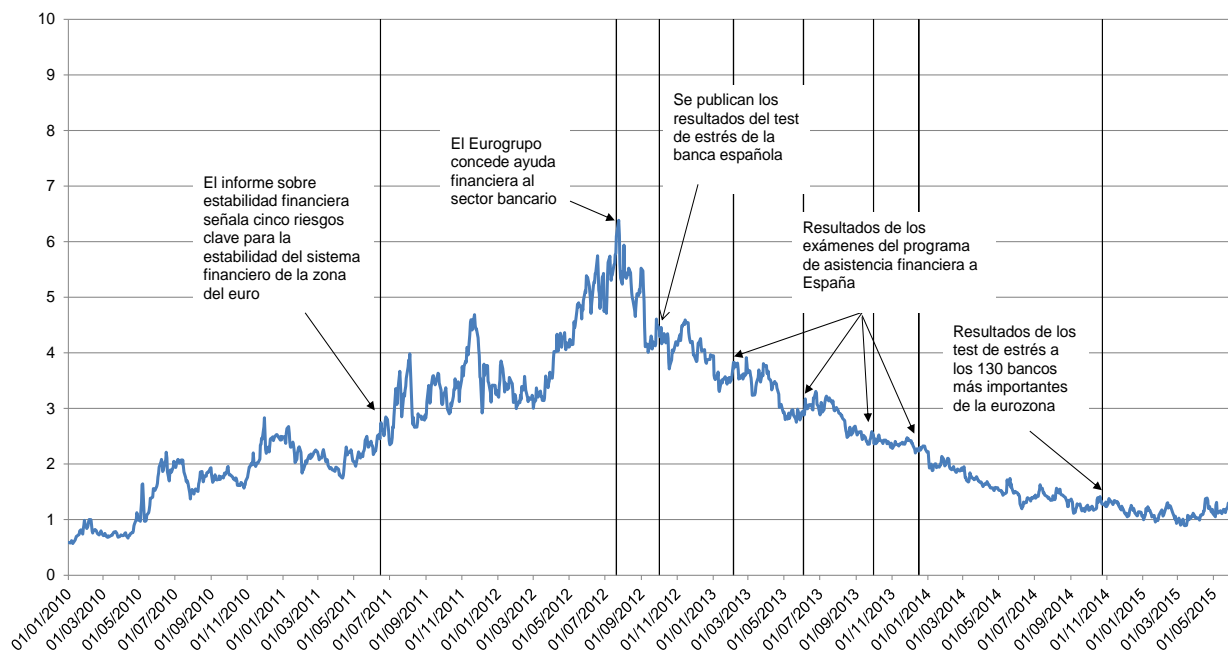
En resumen, el estallido de la burbuja inmobiliaria provocó un deterioro sostenido de los activos bancarios, que derivó en una profunda crisis del sector financiero español, y que acabó saldándose con la intervención del Estado de buena parte del sector. La crisis bancaria supuso la absorción, intervención, reestructuración y desaparición de un buen número de instituciones financieras en España. Dicho

¹⁶¹ Ver tabla A.11 en el apéndice I.

deterioro, la incertidumbre derivada de la falta de claridad sobre la dimensión del problema de los activos tóxicos en manos de la banca y el coste asociado al rescate, ante la ausencia de mecanismos paneuropeos de resolución bancaria, alimentaron las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas españolas y, en último término, sobre la viabilidad de la pertenencia a la moneda única. Estas dudas quedan reflejadas en la evolución de los spreads de la deuda pública, como puede verse en la siguiente figura y como se analiza en el siguiente capítulo.

Puede decirse, por tanto, que la crisis financiera internacional puso de manifiesto que la UEM generó la capacidad de atraer significativos volúmenes de capital, pero sin poner en marcha mecanismos para lidiar con posibles problemas en su sector financiero, ni con los mecanismos adecuados de supervisión, lo que acabó derivando en una profunda crisis bancaria.

Figura 4.10. Efecto de la reestructuración bancaria en los diferenciales de deuda. España 2010-2015



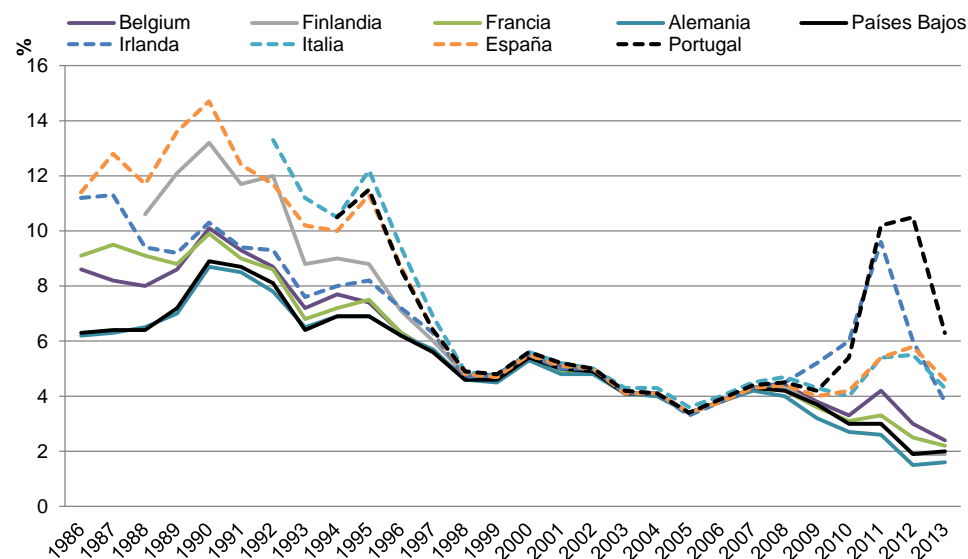
4.3 Crisis de deuda soberana

Tras haber analizado las consecuencias del estallido de la crisis en el sector financiero, esta sección aborda el comportamiento de los costes de financiación soberana y cómo éstos llegan a hacerse casi insostenibles durante la fase recesiva, desatando con ello una crisis de deuda soberana¹⁶². Se separa este análisis del de los tipos de interés pagados por los agentes privados de la economía que se ha afrontado en el capítulo tercero de manera intencionada. El motivo es que estos últimos explican la formación de la burbuja crediticia, mientras que los relativos al comportamiento de la deuda pública sirven para estudiar las consecuencias de su estallido.

El precio de la financiación soberana a largo plazo de las economías periféricas del euro convergió de manera acelerada con el de los países centrales a medida que se acercaba la tercera fase de la UEM, Figura 4.11. Dicho alineamiento se mantendría hasta el estallido de la crisis financiera. Por el contrario, en la fase recesiva las economías periféricas son las únicas en las que el precio de la deuda soberana creció. En todos los demás países de la zona euro, la tendencia fue la contraria, a pesar de haber sufrido también los rigores de la crisis financiera internacional. Esto abre el interrogante sobre el papel que pudo tener la moneda única en dicho comportamiento.

¹⁶² Se entiende aquí por crisis de deuda soberana aquella en la que el incremento de los costes de financiación de la deuda pública pone en riesgo el servicio de la deuda.

Figura 4.11. Costes de emisión de deuda pública a largo plazo. Países centrales vs periféricos del euro. 1986-2013¹⁶³



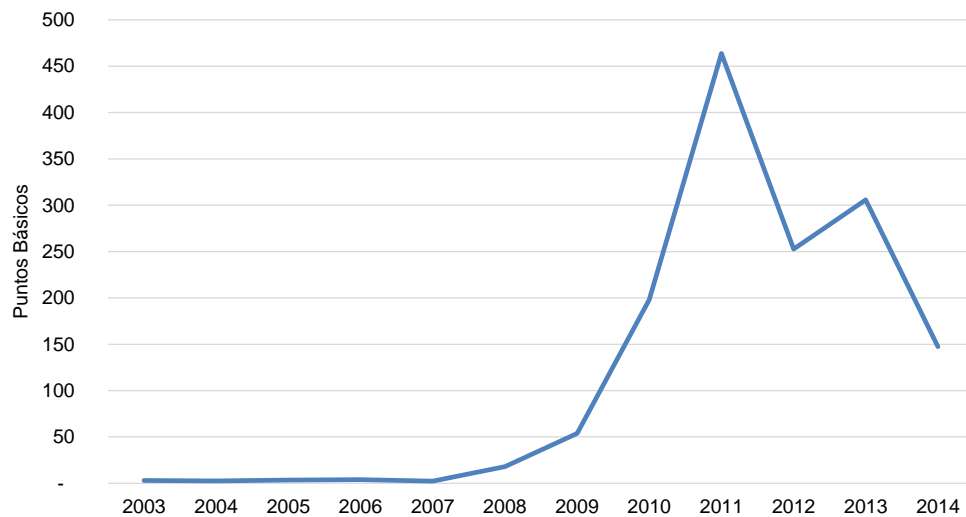
Fuente: OCDE

Esta discriminación en el precio de las emisiones que realizan los mercados durante la crisis se hace evidente en la evolución de los *Credit Default Swaps (CDS)* ¹⁶⁴. Los CDS de la deuda soberana de los países periféricos del euro pasaron de estar prácticamente alineados entre los primeros doce países miembros de la UEM, con desviaciones entre el valor máximo y mínimo inferiores al 0.1% en el periodo 2003-2007, a sufrir disparidades de 1.500 puntos básicos en 2011. Durante ese año el CDS de Grecia, en media, se situó en el 15.5%, mientras que el de Finlandia no superó el 0.5%. Esta fuerte desviación se pone de manifiesto en la Figura 4.12, y constituye, en sí misma, un reflejo de la propia crisis de deuda soberana y de como ésta se intensifica en los ejercicios 2011, 2012 y 2013.

¹⁶³ Por tipos de interés a largo plazo se entienden los tipos de interés de los bonos soberanos a 10 años. El tipo de interés se calcula, sin tener en cuenta impuestos o comisiones, como la relación entre el valor de mercado presente respecto al valor del bono en su fecha de vencimiento teniendo en cuenta los intereses pagados hasta la fecha de vencimiento.

¹⁶⁴ Los CDS de la deuda soberana miden el coste de asegurar el pago de la deuda a los tenedores de bonos en caso de impago de la misma. Son, por tanto, un buen indicador del sentimiento de los mercados y utilizados como alternativa a los diferenciales de deuda.

Figura 4.12. Desviación típica del CDS a 5 años de los Bonos soberanos. Países del Euro 2003-2014



Fuente: Bloomberg

Para el caso concreto de la economía española la evolución del coste de emitir deuda pública sigue los mismos patrones. La diferencia en la prima pagada por el bono español a diez años respecto al bono alemán se acorta considerablemente a medida que se acerca la formación definitiva del euro. A partir de entonces y hasta el estallido de la crisis, el rendimiento de ambos se mantiene muy parejo, llegando el papel español a cotizar por debajo del alemán. Es a partir de 2008, cuando éstos comienzan a divergir hasta alcanzar niveles superiores a los registrados antes de la instauración de la moneda única.

Figura 4.13. Prima de riesgo del bono soberano. España 1993-2014

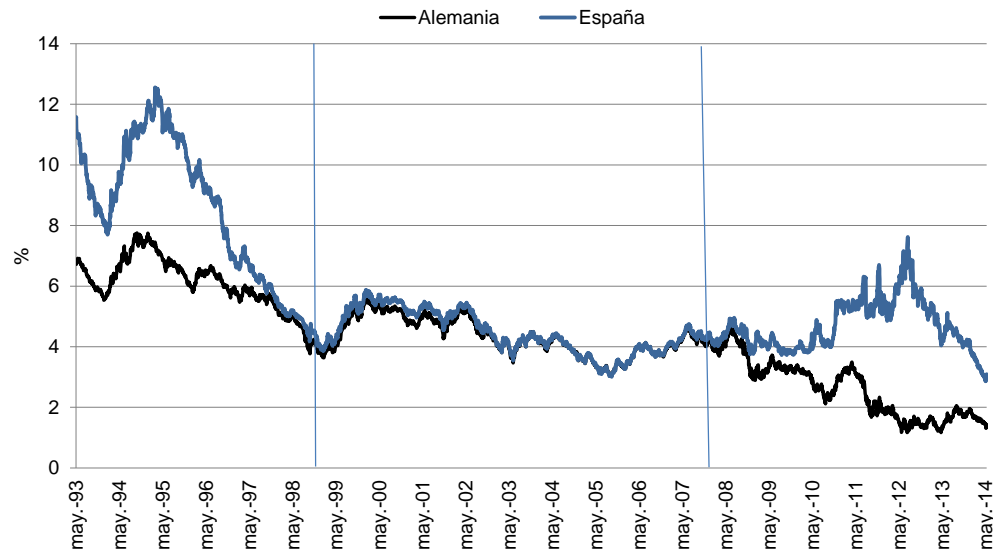


Fuente: Bloomberg

Esta evolución de los diferenciales es el reflejo, no sólo de su incremento en los tipos en la economía española, sino de la reducción experimentada por los países centrales del euro. Así, mientras que a partir del año 2008 el rendimiento del bono español empieza a crecer, el del bono alemán comienza a caer, Figura 4.14 ¹⁶⁵. Este efecto puede atribuirse a que los mercados, ante las dudas sobre la sostenibilidad de la moneda única en los países de la periferia europea se refugiaron en las emisiones de deuda de los países centrales del euro. Este hecho está en consonancia con la aportación de De Grauwe y Moesen (2009) sobre el comportamiento de los inversores en deuda soberana ante la aparición de un desequilibrio asimétrico en un contexto de unión monetaria. Según éste, los inversores deshacen posiciones en el país sobre cuya viabilidad han surgido dudas y dirigen esos fondos hacia los países, dentro de la unión, que ofrecen un menor grado de incertidumbre.

¹⁶⁵ Los tipos de interés soportados por las emisiones soberanas españolas, incluso en el peor momento de la crisis del euro no alcanzan los niveles de mediados de la década de los noventa, aunque la prima de riesgo sí supera los niveles de entonces.

Figura 4.14. Rendimiento del bono soberano a diez años. España y Alemania 1993-2014



Fuente: Bloomberg

Se ha debatido mucho sobre el porqué del incremento de los costes de financiación de los emisores de deuda soberana en la periferia europea durante la crisis. Un enfoque, que sería el seguido por los organismos de la UEM, a juzgar por las respuestas ofrecidas para combatirlo, pondría el acento en el deterioro de la capacidad de pago. Esto es, en el incremento del déficit fiscal y de la deuda pública. Esta visión estaría en línea con el estudio que Mongelli (1997) elaboró para el FMI antes de la unificación monetaria, según el cual la expectativa era que los países de la UEM que mantuvieran políticas fiscales prudentes se beneficiarían de una rápida bajada de los tipos de interés y viceversa.

Otra posible explicación sería la que pone a la moneda única en el centro del debate, Hauner (2007) o Beirne y Fratzscher (2013) entre otros. Según esta visión, con la que se alinea esta tesis, el hecho diferencial que afectó a las economías periféricas del euro fue la percepción de los mercados de la posible ruptura de la moneda única, por encima del deterioro de los indicadores de capacidad de pago. Este hecho estaría también ligado con la hipótesis de que la rebaja inicial de los costes de financiación se produjo, no por mejoras estructurales, sino por la pertenencia a la

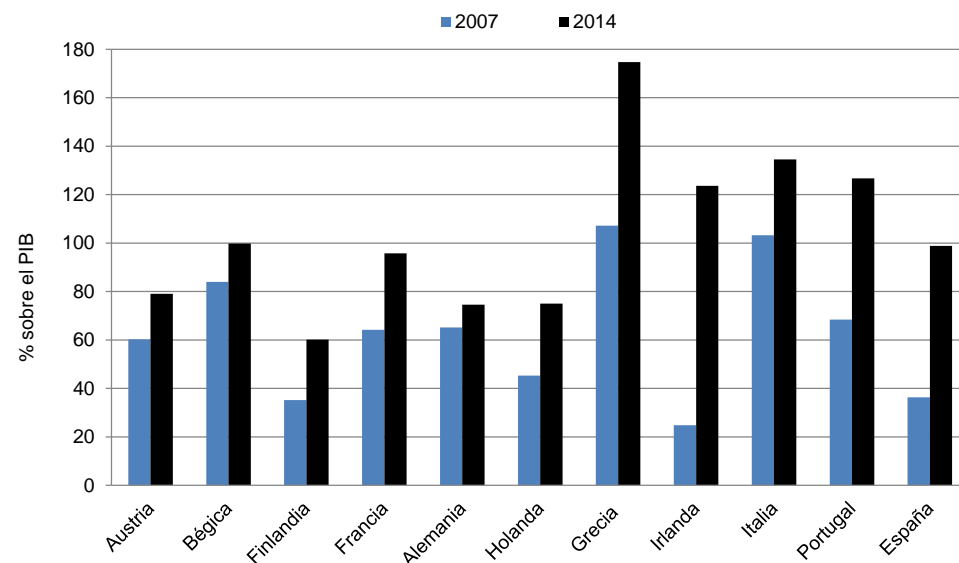
zona euro.

En apoyo a la primera de las visiones está el comportamiento de los desequilibrios fiscales y la deuda pública durante el periodo de crisis, que se repasa a continuación, tanto para el conjunto de los países de la zona euro, como para el caso particular de España.

Por lo que se refiere a la evolución de los indicadores que influyen en la capacidad de pago de la deuda, es evidente que las economías periféricas del euro sufrieron, desde el estallido de la crisis, un deterioro más pronunciado que los países centrales del euro. La deuda pública creció significativamente más rápido en los primeros y el deterioro de sus déficits públicos fue mucho más pronunciado, lo que, por otra parte, cabría esperar ante un shock asimétrico como fue el estallido de la burbuja crediticia.

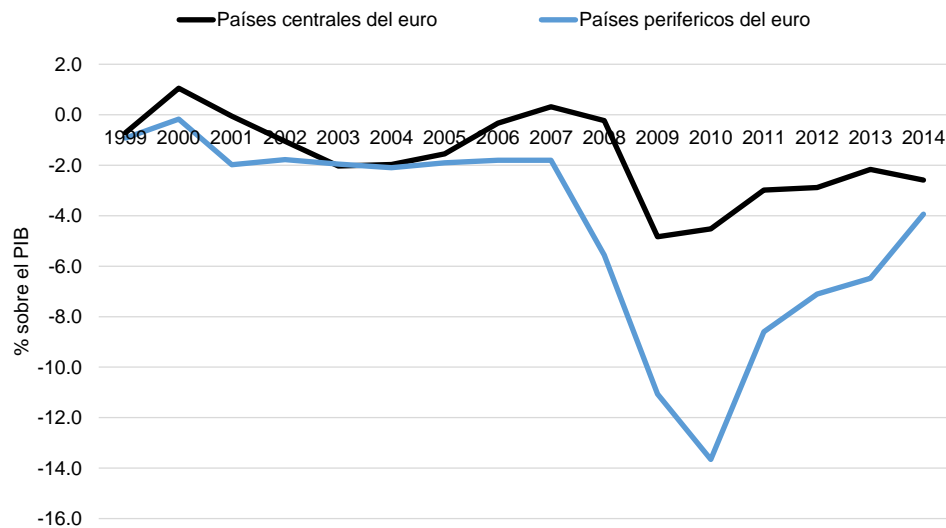
El gráfico siguiente ilustra la evolución de la deuda pública respecto al PIB de los miembros de la UEM. Como puede observarse, no todos los países periféricos partían de una situación de deuda pública peor que el resto. Sin embargo, en 2014 prácticamente todos ellos presentaban ratios superiores a los de los países centrales.

Figura 4.15. Deuda externa en relación al PIB. Países de la zona euro 2007-2014



Este marcado incremento del endeudamiento respecto al PIB es fruto de una caída de la actividad económica y del deterioro sostenido de los déficits públicos. Dicho efecto se aprecia más nítidamente al hacer la media simple de los déficits registrados anualmente por grupos de países. En el gráfico siguiente se observa claramente la diferencia del efecto de la crisis sobre las cuentas públicas de la periferia respecto al centro. La paulatina reducción de los déficits a partir del año 2010 en la periferia es un indicador del proceso de ajuste de las cuentas públicas sufrido por estas economías, en comparación con los países centrales.

Figura 4.16. Déficit de las Administraciones Públicas. Países centrales y periféricos del euro 2006-2014 ¹⁶⁶



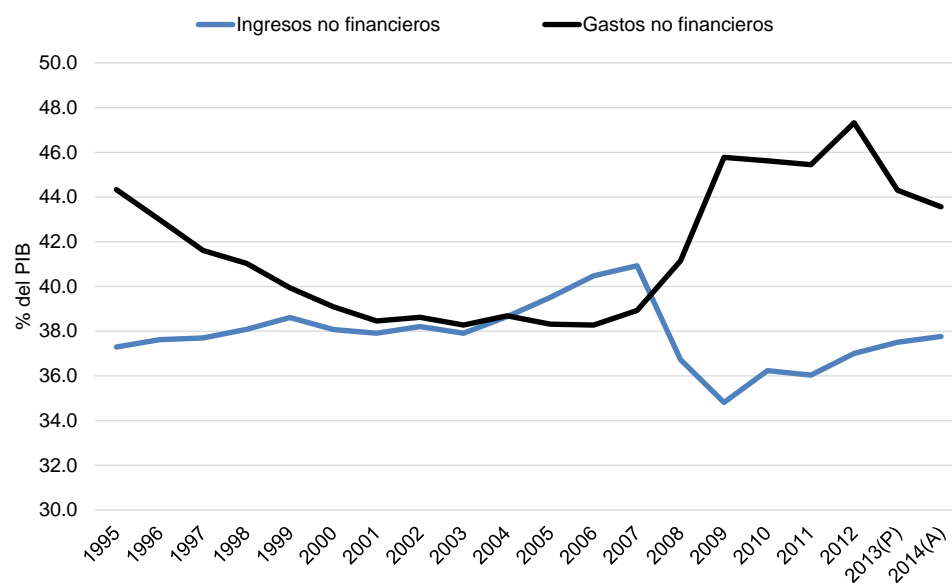
Fuente: BdE. Países periféricos del euro incluye la media de Portugal, España, Irlanda, Italia y Grecia

Los hechos dibujados anteriormente son igualmente relevantes para el caso español, donde sorprende la rapidez con la que se produce el deterioro de la situación fiscal. En el momento en que estalla la crisis, las cuentas públicas españolas reflejan una salud envidiable, incluso entre sus socios europeos, habiendo registrado cuatro años de saldos fiscales positivos. Sin embargo, en los dos primeros años de la crisis, ante la incorrecta asunción de que se trataba de un desequilibrio a corto plazo, se tomaron medidas de política fiscal expansiva de tipo discrecional y cortoplacista que eliminaron parte del margen de maniobra disponible. A partir de ese momento, se produce un fuerte deterioro del saldo fiscal. El déficit público se dispara por una combinación de caída de los ingresos y aumento de los gastos como se refleja en la Figura 4.17. Esto llevaría a la deuda pública a incrementar del 36% de 2007 al 98,8% de 2014.

¹⁶⁶ El déficit para cada conjunto de países se calcula como la media simple de los saldos fiscales de cada país.

La fuerte caída de los ingresos se debió a que una parte importante de los mismos se basaba en el sector inmobiliario y en actividades derivadas. El estallido de la burbuja inmobiliaria impactó en ellas a través de dos vías: la primera, por la caída de los ingresos fiscales por IVA, impuesto de transmisiones patrimoniales, licencias, etc; y la segunda, por el aumento de los subsidios por desempleo ante el aumento del paro.

Figura 4.17. Ingresos y gastos. Administraciones Públicas. España 1995-2014



Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas

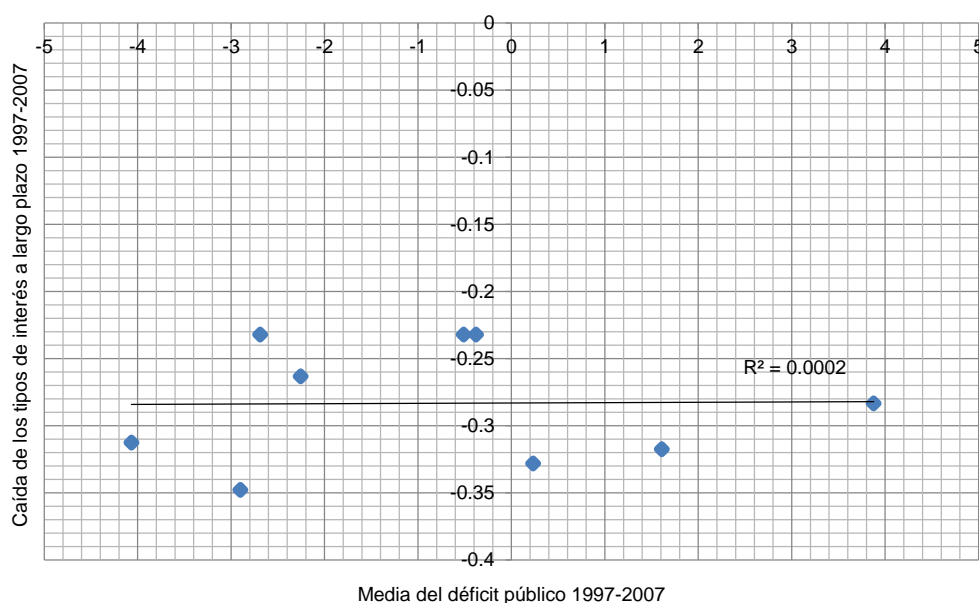
Si este acusado deterioro de la capacidad de atender los compromisos de deuda explicase el aumento de los diferenciales de financiación pública, la voluntad de las autoridades europeas de eliminar los déficits públicos mediante políticas fiscales restrictivas habría sido la respuesta adecuada a la crisis.

Existen, sin embargo, otras visiones sobre la causa del incremento de los diferenciales de la deuda pública. Según éstas, el comportamiento de los costes de financiación soberanos en el contexto de la moneda única es independiente de la disciplina fiscal de sus miembros y está ligado con la confianza en el mantenimiento

del acuerdo cambiario. Esta afirmación es aplicable tanto para los primeros años de implantación de la moneda única como para la fase de crisis.

En la Figura 4.18 se establece una relación entre la media del déficit registrado en el período 1997-2007 y la caída de los tipos de interés a largo plazo entre esos años, para los países miembros de la UEM. Como puede observarse, para el periodo seleccionado, no existe relación alguna entre la disciplina fiscal y la caída de los costes de financiación soberana.

Figura 4.18. Relación entre la evolución de los tipos de interés a largo plazo y el déficit público. Países de la zona euro 1997-2007



Fuente: Banco de España y OCDE

En vista de lo anterior, parece evidente que, por lo menos, el abaratamiento inicial de los costes de financiación producido a raíz de la formación de la UEM, no respondía a una mejora de la capacidad de pago, medida ésta como el déficit público, en contra de los postulados iniciales de Mongelli (1997). En esta misma línea, Hauner (2007) apunta que la creencia de los mercados era que la integración financiera concedía una mayor credibilidad de la política económica, lo que contribuyó a una percepción de un menor riesgo soberano. Por su parte, el estudio

elaborado por Beirne y Fratzscher (2013) concluye que, en el periodo comprendido entre el ingreso en la UEM y la crisis, los mercados no estaban trasladando a los precios de la deuda soberana los fundamentales¹⁶⁷ de crédito de los países miembros; o lo que es lo mismo, la mera pertenencia al euro era percibida como garantía de capacidad de pago. Los autores muestran cómo los diferenciales soportados por las economías emergentes no pertenecientes a la zona euro¹⁶⁸ fueron superiores y más ligados a las características de sus economías durante esa etapa.

De la misma manera, en el momento en que la pertenencia a la moneda única no es percibida como suficiente, se produce un efecto pendular que provoca un incremento de los tipos aplicados a la financiación de la deuda pública superior al sugerido por los fundamentales de crédito.

Para respaldar este último postulado se muestra a continuación la relación entre los costes de emisión de deuda a largo plazo y los déficits públicos registrados durante la fase de crisis para los países periféricos del euro en su conjunto y para la economía española en particular. De este análisis se puede concluir que, en realidad, los primeros no guardan relación con los segundos en el seno de la moneda única.

¹⁶⁷ Por fundamentales se entienden los que tiene una mayor relación con el precio de la deuda externa: deuda pública, déficit fiscal, crecimiento y déficit por cuenta corriente, entre otras.

¹⁶⁸ En el estudio las economías emergentes sobre las que se establece la comparación son Bulgaria, Hungría, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, China, Malasia y Filipinas.

Figura 4.19. Relación entre la evolución de los tipos de interés a largo plazo y el déficit público. Países de la periferia europea 2008-2014

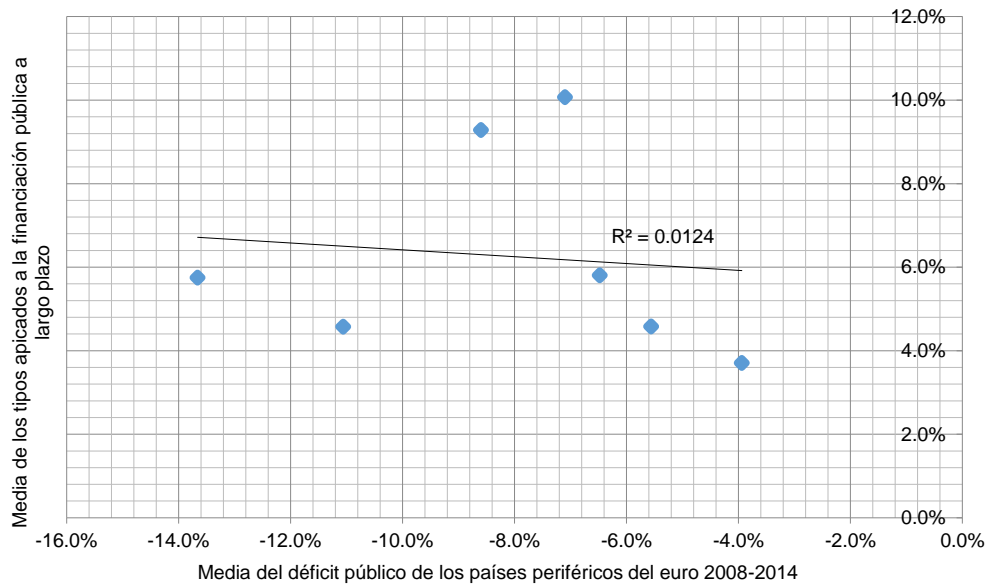
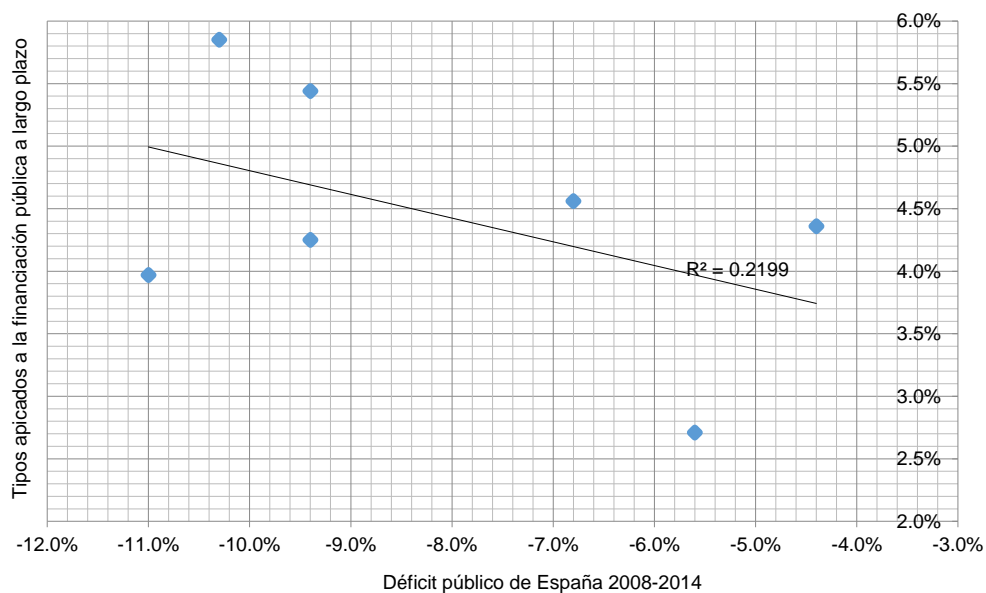


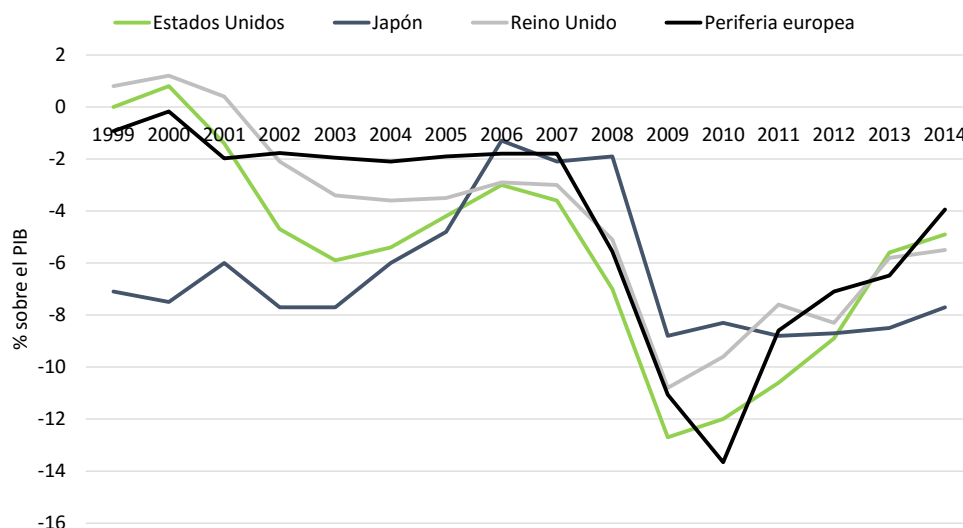
Figura 4.20. Relación entre la evolución de los tipos de interés a largo plazo y el déficit público. España 2008-2014



Para complementar estos datos se analiza ahora la evolución de los costes de endeudamiento y de los desequilibrios públicos en otras economías cuya divisa también es una moneda de reserva. Como puede observarse, el comportamiento del

déficit de las administraciones públicas de los países periféricos del euro en el periodo 2006-2014 sigue patrones muy similares a los de Estados Unidos, Reino Unido o Japón. De igual manera, esto supone una fuerte acumulación de deuda pública tanto para las economías periféricas como para los otros tres países mencionados.

Figura 4.21. Déficit de las Administraciones Públicas. Países de la periferia europea vs Japón, Reino Unido y Estados Unidos 2006-2014



Fuente: BdE. Países periféricos del euro incluye la media de Portugal, España, Irlanda, Italia y Grecia (esta última solo a partir de 2006)

Sin embargo, la correlación entre niveles de endeudamiento y coste de la deuda en los mercados secundarios se muestra también indiferente durante el periodo de crisis para los casos de Estados Unidos, Reino Unido y Japón.

Una explicación posible de este comportamiento sería que el aumento en los costes de financiación de la deuda pública, en España y en otras economías periféricas del euro, no se debe a un deterioro de los fundamentales, ya que éste no era más pronunciado que el de otras economías con monedas de reserva, sino a que los mercados estaban descontando la posibilidad de una ruptura de la unión monetaria, lo que reforzaría el argumento inicial sobre las similitudes entre los tipos de cambio fijos y las uniones monetarias incompletas. Los estudios de De Grauwe y Ji (2013) y

De Grauwe y Ji (2013b) sobre la relación entre la deuda pública y el comportamiento de los bonos soberanos apuntan en esta misma dirección.

Otro hecho que sustenta esta argumentación es que durante 2014, la deuda pública española rozaba el cien por cien del PIB, y el déficit público estaba aún lejos del equilibrio (5.5% del PIB), y sin embargo, el coste de endeudamiento público había vuelto a niveles pre crisis, al haberse disipado la posibilidad de ruptura de la moneda única.

Una herramienta útil para medir las dudas sobre el compromiso cambiario es la evolución de las calificaciones de riesgo otorgadas por las agencias de rating. Al igual que ocurre con los tipos, la pertenencia a la UEM tiene un efecto directo sobre éstas, que a su vez influyen sobre el coste de emisión. El motivo es que la UEM afecta al riesgo de transferencia y convertibilidad. Este efecto, que implica una reducción del riesgo país, se ve reflejado en la calificación de los bonos soberanos o *Issuer Default Rate (IDR)*. Como puede verse en la tabla siguiente, en los años inmediatamente posteriores al ingreso en la moneda única, los IDRs de las economías periféricas del euro incrementaron en uno o varios escalones. Así por ejemplo, en 2001, el bono español alcanzaba la máxima calificación posible, AAA¹⁶⁹, al igual que había ocurrido con Irlanda el año inmediatamente anterior a la entrada en vigor del euro.

¹⁶⁹La categoría AAA se define como “la expectativa de riesgo de impago más baja”

Figura 4.22. Evolución de los ratings soberanos. Países periféricos del euro 1995-2014

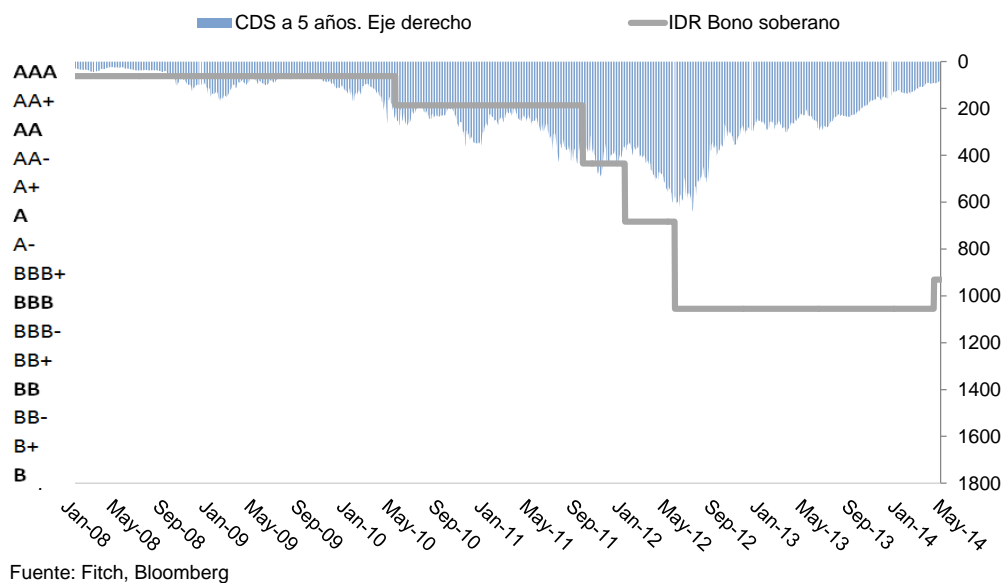
Rating Soberano	España	Irlanda	Italia	Portugal	Grecia
1995	AA	AA+	AA-	AA-	BBB-
1996	AA	AA+	AA-	AA-	BBB
1997	AA	AA+	AA-	AA-	BBB
1998	AA	AA+	AA-	AA	BBB
1999	AA+	AAA	AA-	AA	BBB
2000	AA+	AAA	AA-	AA	BBB+
2001	AAA	AAA	AA-	AA	A-
2002	AAA	AAA	AA	AA	A
2003	AAA	AAA	AA	AA	A+
2004	AAA	AAA	AA	AA	A+
2005	AAA	AAA	AA	AA	A
2006	AAA	AAA	AA-	AA	A
2007	AAA	AAA	AA-	AA	A
2008	AAA	AAA	AA-	AA	A
2009	AAA	AA-	AA-	AA	A-
2010	AA+	A+	AA-	AA-	BBB-
2011	AA-	BBB+	A+	A-	CCC
2012	A	BBB+	A-	BB+	C
2013	BBB	BBB+	BBB+	BB+	B-
2014	BBB+	BBB+	BBB+	BB+	B-

Fuente: Fitch Ratings.

Si se analiza la evolución de los ratings de los emisores de deuda soberana en España en el periodo anterior a la crisis y el comportamiento de los diferenciales de deuda se observa una alta correlación entre ambos, al menos durante los primeros años de funcionamiento de la moneda única. Dicha correlación no se mantiene en el periodo posterior a la crisis en el que los ratings soberanos no han reaccionado de la misma forma que lo han hecho los mercados.

Las razones por la que los ratings soberanos no han vuelto a los niveles previos a la crisis son diversas. La resaca del estallido de la burbuja crediticia y de la crisis de deuda soberana ha producido un deterioro significativo de los indicadores económicos, como el déficit público o la deuda pública, en los que se basan los ratings, y que aún no se han recuperado. Además, las calificaciones crediticias no son tan reactivas como los mercados de deuda. Pero quizá el factor más relevante de cara a este análisis es el relacionado con las dudas sobre la sostenibilidad del acuerdo cambiario.

Figura 4.23. Relación entre los CDR y Rating del Bono soberano. España 2008-2014



Fuente: Fitch, Bloomberg

Desde la perspectiva de las calificaciones de crédito, la posibilidad de una ruptura del compromiso cambiario en el contexto de una moneda única se refleja en la evolución de una variable denominada *country ceilings*¹⁷⁰. Antes de que la crisis del euro alcanzara su cenit, todos los países miembros de la UEM tenían el *country ceiling* en la categoría AAA. A partir de esa fecha y ante la posibilidad de que la ruptura de la moneda única se materializara, este indicador empezó a diferenciarse para los países de la zona euro. El ejemplo más claro de que los mercados comenzaban a descontar la posible salida del euro de alguno de sus miembros es el caso de Grecia, donde el máximo rating alcanzable pasó de AAA a B.

¹⁷⁰ Para la agencia de calificación Fitch, el *Country Ceiling* refleja la opinión de la agencia sobre el riesgo de transferencia y convertibilidad. El *Country Ceiling* no es un ratings en sí mismo pero establece límites sobre los ratings alcanzables por los emisores de deuda de un país. Esto quiere decir que la no pertenencia a la moneda única podría haber restringido los ratings de las emisiones de deuda de las diferentes agentes de las economías del euro en la escala de ratings internacional.

Figura 4.24. Evolución de los Country Ceiling. Países periféricos del euro 2008-2014

Country Ceiling	España	Irlanda	Italia	Portugal	Grecia
ene-08	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
ene-09	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
ene-10	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
ene-11	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
ene-12	AAA	AAA	AAA	A+	AAA
ene-13	AA	AA+	AAA	A+	B
ene-14	AA+	AA+	AA+	A+	B

Fuente: Fitch Ratings.

El comportamiento de los diferenciales de deuda durante la crisis, también resalta otro aspecto fundamental ligado al comportamiento de los mercados, y que aún no se ha tratado, es el relativo a las respuestas aportadas a la crisis desde los órganos de gobierno de la UEM, que está relacionado con el carácter incompleto de la misma. Esta relación se aborda en el próximo apartado.

4.4 La importancia del carácter incompleto de la UEM en la crisis

En la sección anterior se ha analizado la evolución dispar de los costes de financiación pública en las economías de la zona euro durante la fase recesiva hasta el punto de provocar dudas sobre la capacidad de pago de algunos países de la unión. También se ha puesto de manifiesto que dicha divergencia no estaba fundamentada exclusivamente en la evolución de los indicadores fiscales de las economías periféricas del euro, sino en la pertenencia misma a la moneda única y en las dudas sobre su sostenibilidad. Esta sección va un paso más allá, y analiza el papel que jugó el diseño institucional de la UEM, que permite calificarla como una unión monetaria incompleta, en la formación de la crisis de deuda soberana.

Durante la etapa recesiva, los órganos centrales de la UEM tomaron decisiones que venían impuestas, en parte, por su diseño institucional, pero también, por una ausencia de voluntad política de algunos de sus miembros de poner en marcha las medidas que demostraron ser útiles en otras grandes economías. En las próximas páginas se verá cuál fue esa respuesta en dos aspectos concretos. El primero, el papel que jugó el BCE como prestamista de última instancia; y el segundo, los mecanismos de compensación regional. Se concluye con una reflexión sobre la futura dependencia de los países de la zona euro al sentimiento de los mercados ahora que el fuerte apalancamiento del sector privado, que condujo a la crisis, ha sido sustituido por elevados niveles de endeudamiento público.

4.4.1 Ausencia de un prestamista de última instancia

En este apartado se analiza el impacto de la ausencia de un prestamista de última instancia en el comportamiento de los mercados de deuda soberana. El hecho que se pretende poner de manifiesto es que las políticas monetarias del BCE no solo fueron ineficaces, sino que son un factor explicativo de la transición entre el estallido de la burbuja crediticia y la formación de la crisis de deuda soberana.

En este sentido, hay dos aspectos especialmente relevantes de las políticas llevadas a cabo por parte del BCE. El primero tiene que ver con lo que no hizo de manera suficientemente decidida, comprar bonos de deuda soberana, y el segundo, con lo que sí hizo, proveer de liquidez al sistema financiero, y no, a la economía real¹⁷¹.

Durante la crisis, las intervenciones del BCE en el mercado secundario de bonos fueron erráticas o condicionadas y no sirvieron para calmar a los inversores y permitir que los países miembros se financiaran a costes menores. En principio, esta actuación se justificaba por la prohibición estricta del Tratado de la Unión¹⁷² de “adquirir de forma directa instrumentos de deuda (del sector público) por el BCE o los bancos centrales nacionales”. Sin embargo, existían alternativas a dicha “compra directa”.

El primero de estos programas de compra de bonos soberanos en el mercado secundario, conocido como *Securities Market Programme* (SMP), fue anunciado en mayo de 2010 en pleno estallido de la crisis soberana griega como método de calmar a los mercados e impedir el contagio a otras economías periféricas. Aunque el SMP no era una medida de relajación cuantitativa, ya que la liquidez inyectada al sistema se reabsorbía semanalmente con el objetivo específico de neutralizar los efectos del programa en la liquidez, si tuvo un impacto en los diferenciales de deuda como

¹⁷¹ Para un análisis crítico de la intervención del BCE ver Pánico y Purificato (2013).

¹⁷² Artículo 104 del tratado de Maastricht.

señalan Beetsma et al. (2014) o Eser y Schwaab (2013)¹⁷³. Sin embargo, una posible crítica al SMP es que, a pesar de su cuantía, que llegó a superar los 220.000 millones de euros, su uso fue errático y, por tanto, no enviaba una señal clara sobre la voluntad del BCE de intervenir en los mercados para mantener la integridad de la moneda única. El SMP fue sustituido por las *Outright Monetary Transactions* (OMT)¹⁷⁴. El defecto de éstas es que, a diferencia de la compra de bonos iniciada a principios de 2015, llevaban aparejada una fuerte condicionalidad, de tal manera que no llegaron a utilizarse.

Este comportamiento de las instituciones monetarias muestra el desequilibrio entre la voluntad y la capacidad del BCE de intervenir en los mercados de deuda pública. La muestra más clara de esa capacidad de influir con sus políticas sobre el precio de los bonos es el comportamiento de éstos a partir de las declaraciones del Presidente de esta institución, Mario Draghi, en julio de 2012 cuando afirmó que *“Dentro de los límites de nuestro mandato haremos lo que sea necesario para salvar al euro y, créanme, será suficiente”*¹⁷⁵. Como puede verse en la figura 4.28, a partir de dicho anuncio, el precio de los bonos españoles experimentó una fuerte corrección a la baja. Durante el mes de julio de ese año, la media de la cotización del bono a diez años había sido superior a 680 puntos básicos. En agosto, tras el anuncio de la Dragi, bajó a los 650 y a partir de septiembre, se redujo hasta los 578¹⁷⁶. Desde ese momento no volvió a superar la barrera de los 600 puntos¹⁷⁷. De Grauwe y Ji (2014) argumentan que la mayor parte de esta corrección se debió al sentimiento positivo de los mercados y que no está relacionado con la evolución de los ratios de

¹⁷³ Estos últimos cifran el efecto de las intervenciones del BCE en el coste de la deuda española entre 4 y 6 puntos básicos.

¹⁷⁴ En septiembre de 2012, el BCE anunciaba un programa de compra de bonos soberanos en los mercados secundarios pero siempre ligado a la suscripción de un programa del EFSF/ESM.

¹⁷⁵ Discurso pronunciado en la *Global Investment Conference* de Londres.

¹⁷⁶ Fuente Bloomberg. Rendimiento de la deuda pública española a diez años.

¹⁷⁷ Este mismo comportamiento es el mostrado por otros países periféricos a raíz del anuncio.

endeudamiento. De hecho, estos autores muestran que ante los anuncios del BCE los países cuyos diferenciales mostraron un mejor comportamiento fueron aquellos donde el nivel de partida era más alto. De Grauwe and Ji (2012) también aportan muestras de que gran parte de los incrementos de los *spreads* de deuda previos al anuncio eran el resultado del sentimiento de los mercados, que se habían distanciado de los fundamentales.

Con estos ejemplos, lo que se quiere poner de manifiesto es que una política activa de intervención en los mercados de deuda pública durante la crisis habría evitado que los costes de financiación se dispararan en algunos de los miembros de la UEM, y habría impedido, por tanto, que saltaran las alarmas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas y, en última instancia, sobre la viabilidad de la propia moneda única.

La política adoptada respecto a la compra de bonos soberanos por parte del BCE fue, además, diametralmente opuesta a la aplicada por otros bancos centrales de economías cuya divisa es también moneda de reserva. Mientras que el BCE y el Banco de Japón se centraban en la provisión de liquidez a su sistema financiero, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra centraron su objetivo en la compra de bonos soberanos¹⁷⁸.

En el caso de la UEM, la monetización de la deuda fue sustituida por programas de descuento de activos bancarios, principalmente bonos de financiación estructurada. Este mecanismo, como señala Alonso (2014), constituye, sin embargo, una monetización indirecta de la deuda.

Estos programas de descuento de activos habrían tenido sentido para el sistema financiero europeo en un primer momento de la crisis, como método para combatir

¹⁷⁸ Para una comparativa entre las políticas aplicadas por los cuatro bancos centrales ver Fawley y Neely (2013).

la falta de liquidez, provocada por la desconfianza sobre el verdadero valor de los activos en el balance de los bancos. Sin embargo, los programas más importantes de este tipo se realizaron a partir de 2011 con las operaciones de descuento a largo plazo, también conocidas como *Long Term Refinancing Operations* (LTROs)¹⁷⁹. Dicho de otra manera, la política monetaria llevada a cabo por el BCE en 2011 habría sido adecuada tres años antes para impedir que se produjera el estallido abrupto de la burbuja crediticia. Pero ésta fue ineficaz para calmar a los mercados en lo relativo a la capacidad de pago de los países periféricos, y tampoco sirvió para reactivar la economía que eran los problemas acuciantes en ese momento.

El BCE puso en marcha dos grandes operaciones de compra de activos o LTROs. La primera en diciembre de 2011 y la segunda tres meses después, en febrero de 2012. El montante total de las dos operaciones puso a disposición de las instituciones financieras europeas más de un billón de euros.

¹⁷⁹ Las LTROs se diferencian de las operaciones normales de descuento o MROs (*main refinancing operations*) en su plazo de vencimiento. Las primeras suelen ser de 3 meses y las segundas de una semana. Las LTROs llevadas a cabo en diciembre de 2011 y febrero de 2012 tenían un periodo de vencimiento de tres años.

Figura 4.25. Saldo vivo de las operaciones de descuento en el BCE. Total eurozona 2006-2014

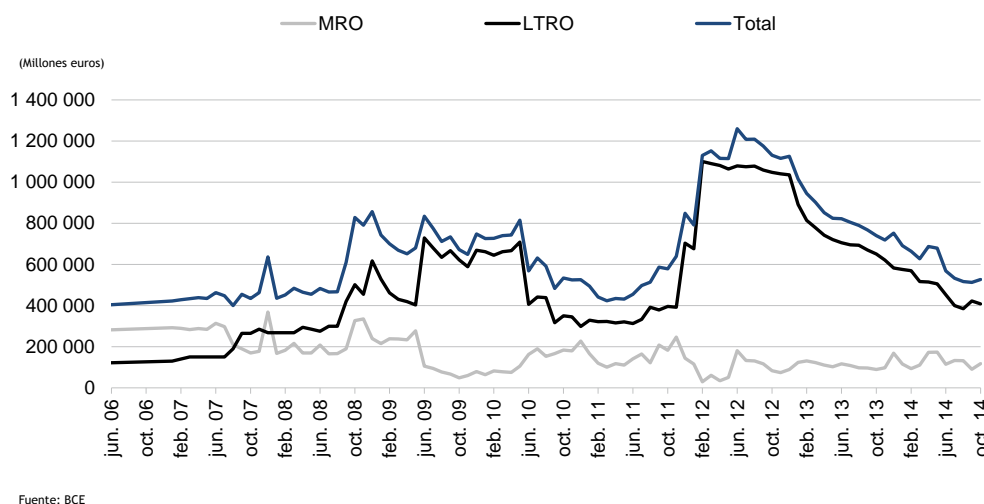
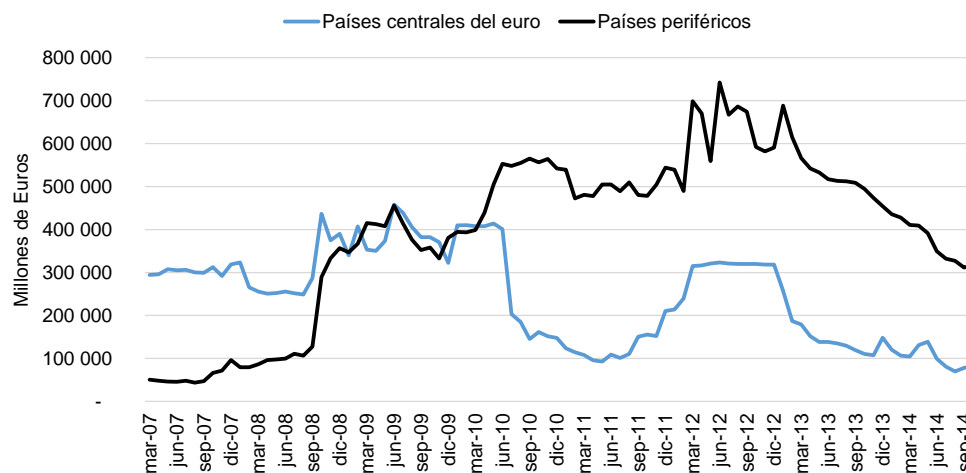


Figura 4.26. Operaciones de financiación a largo plazo. BCE 2011-2014

Tipo de operación	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Duración (Días)	Montante (Miles de millones de euros)
LTRO:	30/10/2014	29/01/2015	91	10.2
LTRO:	25/09/2014	18/12/2014	84	11.0
LTRO:	24/09/2014	26/09/2018	1463	82.6
LTRO:	28/08/2014	27/11/2014	91	7.2
LTRO:	01/03/2012	26/02/2015	1092	529.5
LTRO:	22/12/2011	29/01/2015	1134	489.2

Como es de suponer, el uso de la financiación del BCE fue dispar entre los países miembros del BCE a lo largo del tiempo. En los primeros años de desequilibrio en los mercados internacionales, el recurso fue similar e incluso superior en los países centrales del euro, ya que éstos también se vieron aquejados de las mismas dificultades de liquidez que el resto de las economías a nivel global. Sin embargo, a partir de 2010, son los bancos periféricos del euro los que acuden de forma masiva a financiarse en el BCE, Figura 4.27.

Figura 4.27. Uso de las facilidades de descuento del BCE. Países centrales y periféricos del euro 2007-2014



Fuente: Bancos Centrales y BCE

Países periféricos engloba a: Portugal, España, Irlanda, Italia y Grecia

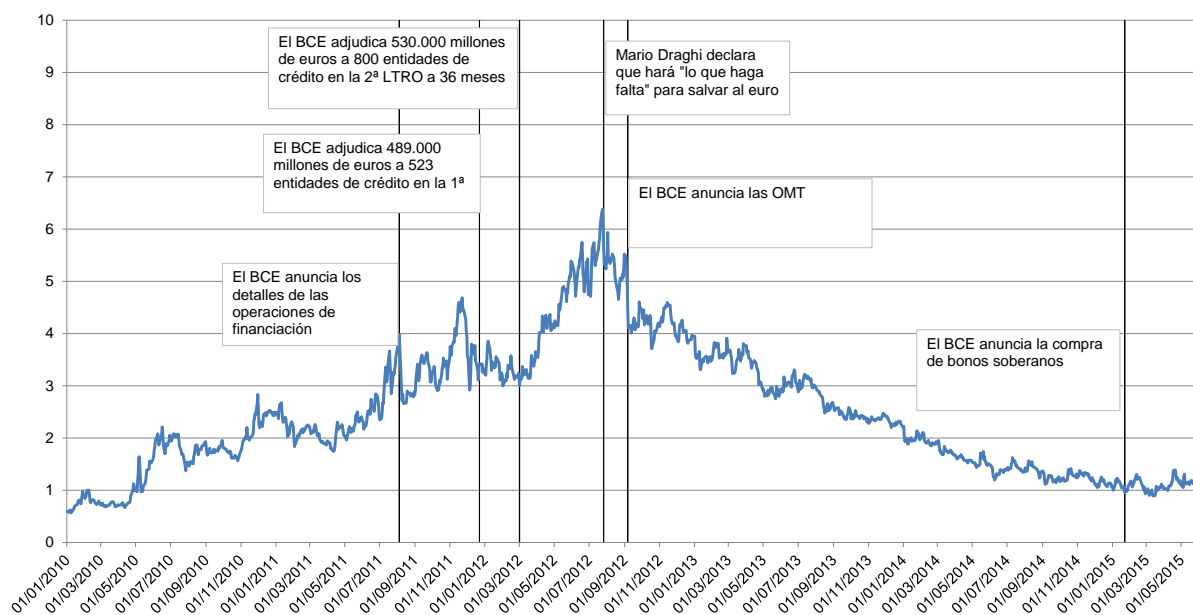
Países centrales del euro engloba a: Alemania, Francia, Bélgica y Países Bajos

El mayor recurso al descuento en los sistemas financieros de la periferia se entiende por las dificultades de acceso a los mercados de las instituciones financieras de estos países, que siguieron cerrados durante un periodo de tiempo más largo ante las incertidumbres sobre la evolución de sus economías.

Otro motivo, que justifica el uso de estos instrumentos de manera dilatada en el tiempo, es el relacionado con los altos rendimientos de la deuda soberana de los países periféricos. El diferencial del rendimiento de los bonos de deuda pública, respecto a los instrumentos descontados por las instituciones financieras, suponía un enorme beneficio para los bancos de la periferia que compraban papel soberano de sus propios países con los recursos obtenidos en las operaciones de descuento del BCE. Este mecanismo, conocido como *carry trade*, pone de manifiesto el papel de las operaciones de descuento como mecanismo indirecto para sostener el balance de los bancos. Sin embargo, las LTROs fueron un fracaso en el objetivo de devolver la confianza de los mercados, lo que se refleja en que los costes de emisión de deuda soberana en los países periféricos del euro no se redujeron gracias a estos

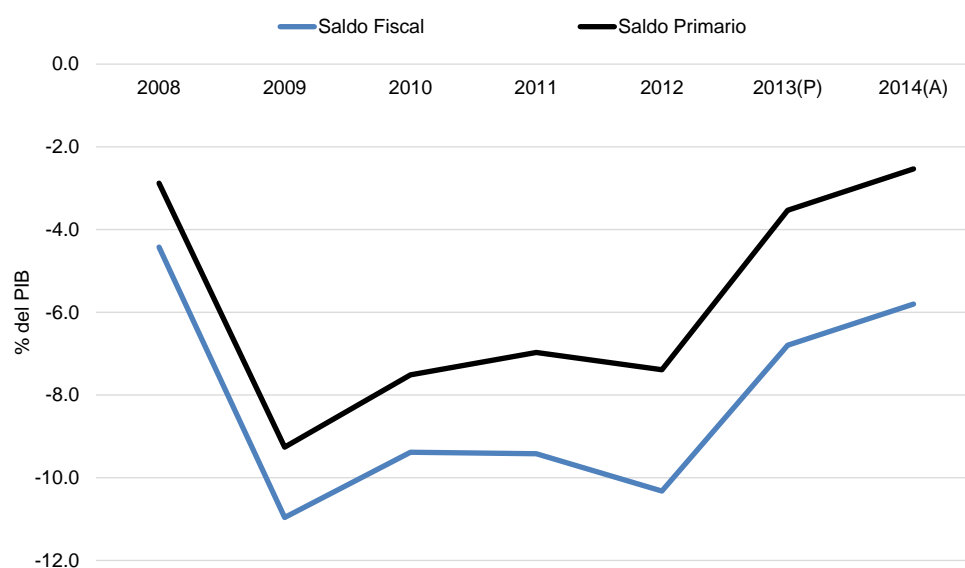
programas, como sí hicieron, por el contrario, ante los anuncios de intervención por parte del BCE.

Figura 4.28. Impacto de las intervenciones del BCE en la prima de riesgo. España 2010-2015



Para medir los efectos de la decisión del BCE de no actuar sobre el mercado de bonos soberanos, es de utilidad analizar el caso concreto de la economía española. En el deterioro de sus cuentas públicas sufrido durante la crisis se pueden identificar dos motivos. El primero, referido anteriormente, está ligado al comportamiento de los ingresos y los gastos durante la crisis. El segundo, como se aprecia en la Figura 4.29, está ligado al aumento de los costes de financiación de la deuda pública. Este coste se mide por la diferencia entre el saldo fiscal y el saldo fiscal primario que pasó de suponer un 1,5% del PIB en 2007 a más del 3% a partir de 2010.

Figura 4.29. Saldo fiscal de las Administraciones Públicas. España 1995-2014



Fuente: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas

Por lo tanto, una manera de poner en perspectiva el carácter incompleto de la UEM y los defectos en su diseño es valorar el coste que tuvo para España la decisión del BCE de no actuar de forma decidida sobre el mercado de bonos soberanos o de las autoridades de la UEM de no emitir eurobonos. Para realizar esta valoración, se ha estimado el coste que supuso a las arcas del Estado el que los tipos de interés de las emisiones de deuda pública no evolucionaran de igual manera que los de Alemania en el período 2008-2014. De dicho cálculo se desprende que si España se hubiese podido financiar a los tipos que pagaba Alemania, se habría producido un ahorro superior a 50.000 millones de euros, lo que equivale a cerca de un 5% del PIB¹⁸⁰.

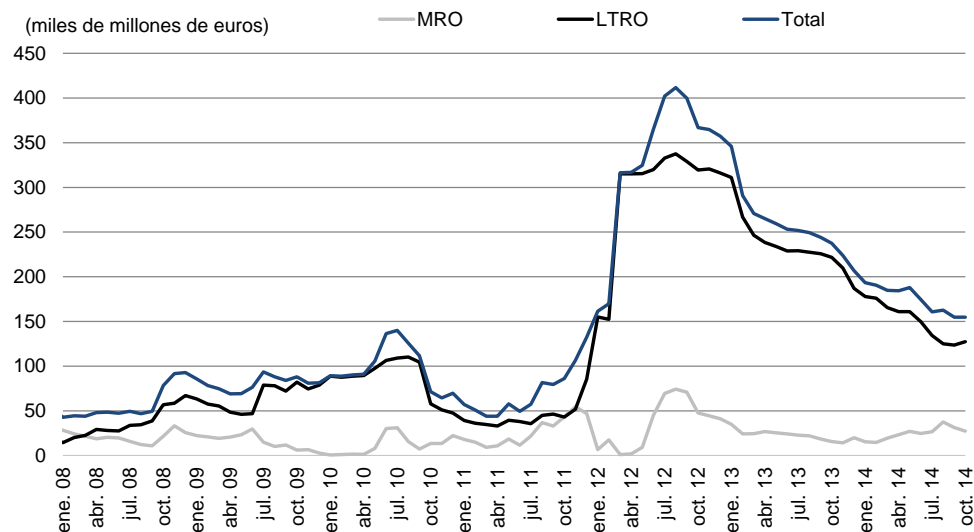
¹⁸⁰ El cálculo se basa en el volumen de deuda emitida en cada ejercicio del periodo 2008-2014, multiplicado por el diferencial de la deuda respecto a Alemania en ese momento. También se tiene en cuenta el plazo de emisión, aunque sólo dentro del periodo analizado. Por ejemplo, en una emisión de deuda de 15 años realizada en 2008, sólo se tiene en cuenta el sobrecoste que ésta genera entre ese año y 2014, por lo que se ignora, voluntariamente, parte del coste futuro. De la misma manera, el volumen de deuda emitido con un plazo inferior a los seis años analizados, únicamente se computa durante el periodo de vigencia de esa emisión. Por ejemplo, el volumen de deuda emitido a tres años en 2008, sólo se computa durante ese ejercicio y los dos siguientes. Las fuentes utilizadas para este cálculo son el Tesoro español y Bloomberg.

Dicho de otra manera, si se hubieran tomado las medidas para reducir los costes de financiación soberana, se podría haber llevado a cabo una política fiscal expansiva equivalente a casi el uno por ciento del PIB cada año, manteniendo el mismo nivel de déficit público. Una política fiscal expansiva de esta magnitud habría permitido que la economía española creciese en todos los años de la crisis excepto en 2009 y 2012. Y eso asumiendo que el gasto público no tiene efectos en cascada sobre otros componentes de la demanda agregada, como el consumo, o sobre otros factores como la reducción del desempleo, con los efectos que eso conlleva en términos de ahorro fiscal y, por tanto, de nueva capacidad de gasto.

El otro aspecto crucial que es necesario valorar es en qué medida la política monetaria aplicada por el BCE sirvió al propósito de garantizar la liquidez y permitir el acceso al crédito a los agentes económicos, para lo cual se analiza el caso concreto de la economía española.

En un primer momento, el programa de recompra de bonos colateralizados del BCE ayudó a los bancos a mejorar sus posiciones de liquidez. Sin embargo, pasado el verano de 2013, ésta dejó de ser un problema para los sistemas financieros europeos en general y para el español en particular, sin que eso se tradujera en un aumento del crédito a la economía y sin que el volumen descontado en el banco central descendiera a los niveles previos al estallido de la crisis.

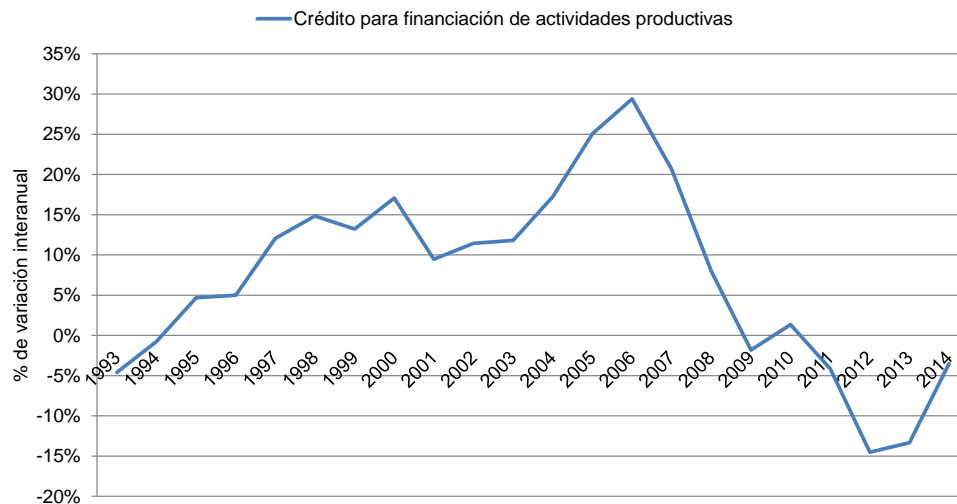
Figura 4.30. Operaciones de descuento en el BCE. España 2007-2014



Fuente: ECB, Banco de España

Los años en los que los bancos españoles se mostraron más activos en la ventanilla de descuento del BCE no tienen un reflejo en el volumen de crédito en la economía y, especialmente, en el sector productivo. Esto queda reflejado en la Figura 4.31 en la que puede observarse cómo el volumen de crédito dispuesto para actividades productivas en los años 2012 y 2013 se contrae en un quince y doce por ciento respectivamente, coincidiendo con los ejercicios en los que el recurso al BCE es más significativo. En esos años, el sector financiero tomó prestados del BCE, de media, cerca de 300.000 millones de euros, al tiempo que reducía su exposición al sector productivo español en 250.000 millones.

Figura 4.31. Crédito para financiación de actividades productivas. España 1992-2014



Fuente: Banco de España

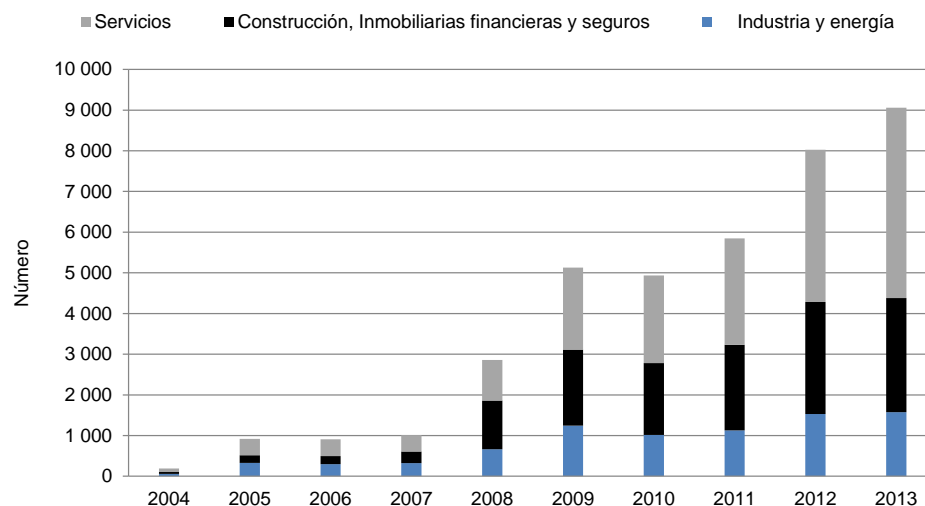
De hecho, a pesar de las políticas de descuento, el crédito no comienza a activarse hasta 2014, pero para cuando el sistema financiero estaba en disposición de renovar los préstamos a la economía real, ya no existía un volumen significativo de demanda de crédito solvente. Ésta se había reducido tras años de crisis y de políticas de ajuste contracíclicas. Las pequeñas y medianas empresas que habían sido capaces de sobrevivir lo habían hecho a pesar de no contar con financiación bancaria. Y las empresas que habían necesitado de ésta se habían enfrentado a una severa reducción de la provisión de crédito, lo que, en muchos casos, había supuesto su cierre.

Estas afirmaciones quedan respaldadas por los resultados de la encuesta empresarial llevada a cabo por el Instituto Nacional de Estadística (INE) entre los años 2007 y 2010. En ese periodo, en opinión del sector empresarial español, el factor que más había limitado el acceso a la financiación había sido la disposición de los bancos a facilitar financiación. El sesenta por ciento de los encuestados opinaba que en ese lapso de tiempo, la voluntad de los bancos para facilitar financiación era peor o mucho peor. Sólo un cinco por ciento consideraba que era mejor. El otro factor que

ejemplifica el papel del sector financiero en la financiación empresarial es el de la evolución del coste percibido de obtener financiación. En opinión de los empresarios españoles, entre 2007 y el 2010, el coste del crédito se había encarecido para más de un cincuenta por ciento de los encuestados. Lo llamativo de esto es que en 2010 los índices de referencia, como el euribor, eran significativamente más bajos que en 2007.

Las deficiencias en el mecanismo de transmisión monetaria puesto en marcha por el BCE y la consiguiente falta de crédito en la economía real provocaron el cierre de multitud de empresas en España, no sólo ligadas al sector de la construcción, que fueron las empresas que mayor número de procesos concursales enfrentaron en los primeros años del estallido de la burbuja inmobiliaria. A partir de 2010, la mayor parte de las entidades concursadas pertenecen al sector servicios, Figura 4.32.

Figura 4.32. Empresas concursadas por actividad económica principal (CNAE-09).
España 2004-2013

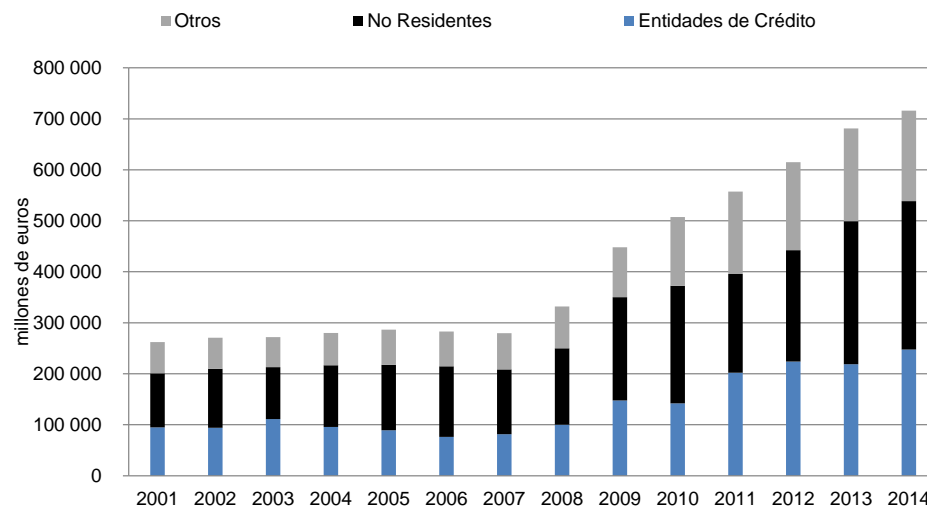


Fuente: INE

La política de recompra de bonos del BCE, en definitiva, no mejoró el acceso al crédito, lo que provocó fue una acumulación de deuda pública en los balances del

sistema financiero español, que compraba deuda pública con altos rendimientos con la liquidez que generaba con las operaciones de descuento en el BCE.

Figura 4.33. Deuda del Estado distribuida por tenedores. España 2001-2014



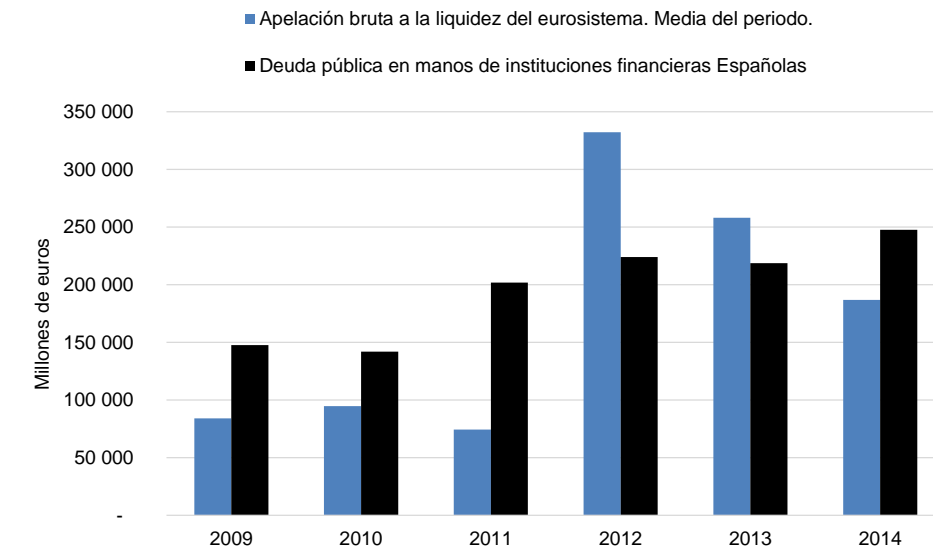
Fuente: Tesoro

La deuda pública en manos del sistema financiero español entre 2006 y 2014 se multiplicó por tres, pasando de los 76.000 millones a los 247.000 millones. En porcentaje sobre el total, las entidades financieras españolas llegaron a ser los principales acreedores del Estado Español, en el momento álgido de la crisis de deuda soberana.

No existen estimaciones oficiales sobre la magnitud del apoyo a las instituciones financieras que supuso las operaciones de financiación a largo plazo impulsadas por el BCE. Sin embargo, si se compara el coste medio de la deuda pública viva con el coste de descuento de las entidades españolas en ese período, el impulso

proporcionado a los bancos puede estimarse en torno a los 27.000 millones de euros, lo que equivale a un 2,7% del PIB¹⁸¹.

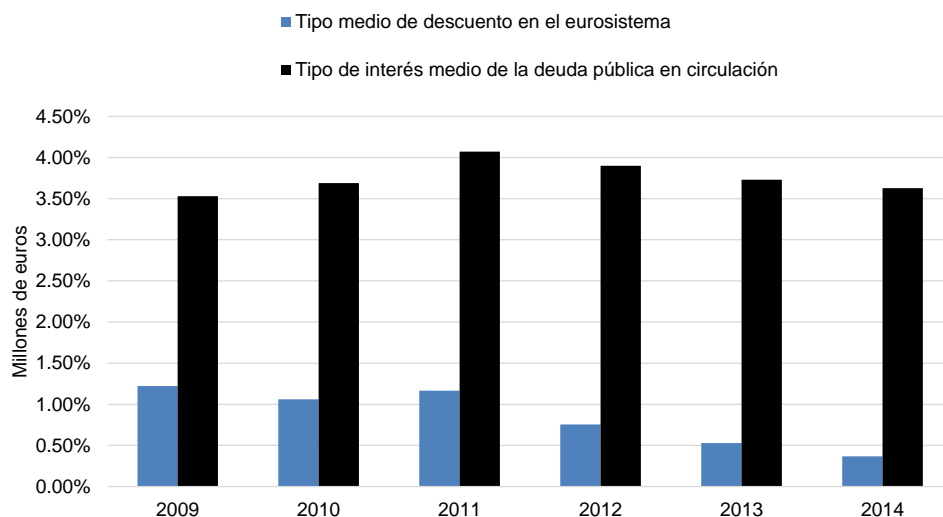
Figura 4.34. Operaciones de descuento en el eurosistema y deuda pública en manos de instituciones financieras. España 2009-2014



Fuente: BCE, Tesoro, Elaboración propia

¹⁸¹ Este cálculo se basa en la información proporcionada por el tesoro sobre la deuda en circulación y el tipo medio de ésta para el periodo 2011-2014, y en los datos sobre el volumen de activos descontados y el tipo medio aplicado a éstos obtenidos del BCE.

Figura 4.35. Tipo medio de las operaciones de descuento en el eurosistema y de la deuda pública en manos de instituciones financieras. España 2009-2014



Fuente: BCE, Tesoro, Elaboración propia

Pero quizás el elemento más llamativo de la política del BCE sea que, tras las erráticas intervenciones del BCE en el mercado de bonos soberanos, con los efectos que esto tuvo en el sentimiento de los mercados y en el coste del servicio de la deuda, en enero de 2015, el BCE anunciara un programa ampliado de compras de activos que incluía bonos del sector público y privado de manera regular. El montante de la compra se fijó en unos 60,000 millones de euros mensuales¹⁸². El programa se extendería hasta septiembre de 2016, o hasta que las dinámicas inflacionistas se situasen cerca del límite del 2%. La compra de bonos se producirá en el mercado secundario para papel emitido por países miembros de la unión que estén denominados en euros. El porcentaje de bonos adquiridos estaría en relación a la participación de los bancos centrales nacionales en el capital del BCE.

¹⁸² El BCE anunció el 22 de enero de 2015, el *public sector purchase programme* (PSPP) que consistiría en la compra de 60.000 millones de bonos del sector público y privado.

Lo sorprendente de la decisión del BCE no es sólo que llegue tarde en comparación con programas similares iniciados en Estados Unidos o Reino Unido, sino que señala que si antes no se hizo de otra manera, fue por una mera decisión política. De cara al futuro, lo preocupante es el carácter temporal de su implementación. Esto supone que no se puede confiar que un nuevo shock asimétrico en uno de sus países vaya a generar una respuesta similar. Por lo tanto, esta decisión puntual del BCE no previene de futuras evoluciones diferenciales de los costes de financiación. Además, llega en un momento en el que los mercados financieros están inundados de liquidez que empieza lentamente a filtrarse a la economía real. También llega cuando los márgenes a los que se financian los gobiernos de la periferia europea, a excepción de Grecia, se han reducido muy sensiblemente, por lo que, en realidad no mejora la capacidad de llevar a cabo políticas fiscales expansivas.

En definitiva, la decisión de comprar bonos soberanos no convierte al banco central en prestamista de última instancia. Es una decisión meramente ligada al temor a la aparición de tensiones deflacionistas en la economía europea, por lo que no resuelve el carácter incompleto de la UEM

4.4.2 Ausencia de transferencias entre países

Otro de los aspectos clave de la UEM, que la caracteriza como una unión monetaria incompleta, es la ausencia de mecanismos de apoyo entre países. Desde su formación, la UEM no cuenta con instrumentos estabilizadores para actuar en caso de perturbaciones asimétricas en las economías de los países miembros.

El presupuesto de la UE en 2013 ascendía a 144.000 millones de euros. Éste supone menos de un 2,3% del gasto público del conjunto de los 28 países miembros, que es de 6,4 billones de euros. En relación al PIB, representa el uno por ciento, cuando el de los países miembros en relación al tamaño de su economía es, en media, del 49%. En relación con otras economías comparables también resulta significativamente menor. Por ejemplo, el presupuesto federal de los Estados Unidos supera el 20% de su PIB.

Otra diferencia fundamental con las economías que cuentan con monedas de reserva es que el saldo fiscal de la UE es siempre equilibrado, lo que implica que no tiene déficit ni acumula deuda, al contrario de lo que ocurre con el Reino Unido, Japón o los Estados Unidos, cuyos saldos fiscales pueden presentar balances negativos ante la necesidad de llevar a cabo políticas anticíclicas.

Todo lo anterior supone que ante la aparición de desequilibrios externos, no se puede producir un incremento de las transferencias. Así, durante la crisis, el diferente comportamiento de las economías europeas pertenecientes a la UEM, incluyendo la evolución del desempleo, no se reflejó en una variación significativa de la contribución al presupuesto comunitario. La aportación media de los contribuyentes netos pasó, entre 2007 y 2013, del 0,23% de su renta nacional bruta a un 0,39%. Por su parte, la percepción de ingresos por los países periféricos del euro, excluyendo los programas de rescate, tampoco se incrementaron sustancialmente.

En lo que concierne a la economía española, como puede verse en la tabla siguiente, las transferencias que recibió del presupuesto comunitario no aumentaron durante la crisis. El peso de éste sobre el total del PIB siguió representando, en media, algo más de 0,30% de la renta nacional bruta. Sorprende especialmente la evolución de la partida de los fondos de cohesión para el crecimiento y el empleo que permaneció prácticamente inalterada en torno a los 5.000 millones de euros, mientras que el desempleo se multiplicaba por tres y la economía entraba en un prolongado periodo recesivo.

Figura 4.36. Presupuesto de la UE en España 2007-2013

Presupuesto de la UE en España (EUR millon)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CRECIMIENTO SOSTENIBLE	5 728	4 878	4 833	6 010	6 331	7 355	6 636
Competitividad para el crecimiento y el empleo	299	632	659	885	903	1 004	1 030
Cohesión para el crecimiento y el empleo	5 430	4 247	4 174	5 125	5 428	6 351	5 606
CONSERVACIÓN Y GESTIÓN DE LOS RECURSOS NATURALES	6 973	7 083	6 612	7 038	7 092	6 722	6 902
CIUDADANÍA, LIBERTAD, SEGURIDAD Y JUSTICIA	27	56	92	53	90	91	120
ADMINISTRACIÓN	68	76	78	89	85	89	95
GASTO TOTAL	12 796	12 094	11 614	13 190	13 599	14 257	13 752
TOTAL de las contribuciones nacionales	8 548	8 776	10 168	8 937	9 876	9 662	10 376
TOTAL de recursos propios	9 838	9 966	11 170	10 095	11 046	10 747	11 369
Aportación neta del presupuesto Europeo a España	4 248	3 317	1 446	4 253	3 723	4 596	3 377
Renta nacional bruta (RNB), en miles de millones EUR	1 029	1 059	1 028	1 036	1 042	1 038	1 015
Saldo presupuestario de funcionamiento (millones EUR)	3 652	2 813	1 182	4 101	2 995	3 999	3 058
Saldo presupuestario de funcionamiento (% RNB)	+0.36%	+0.27%	+0.11%	+0.40%	+0.29%	+0.39%	+0.30%

Fuente: Comisión Europea

Por tanto, puede decirse que el apoyo de la UE a la economía española no vino en la forma de un aumento de las transferencias automáticas, sino a través del rescate del sector financiero que supuso una inyección equivalente al 4,7% del PIB. Podría argumentarse que éste, al igual que el resto de programas de estabilización y de desembolsos realizados por el MEDE, constituyen una forma de estabilización. Sin embargo, no parece que los mercados lo interpreten así, a la vista de la evolución de

los spread de deuda y los CDS tras los anuncios de los programas de rescate¹⁸³ y los subsiguientes desembolsos.

Un posible contraargumento sería que la necesidad del desembolso, en sí misma, ponía de manifiesto una debilidad y que el sentimiento de los mercados respondía a ésta. Aun siendo eso cierto, lo que parece innegable es que los programas de rescate, tal y como fueron implantados, no parecieron calmar las dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas de los países rescatados. Otro de los aspectos negativos de éstos tiene que ver con la condicionalidad que llevaban aparejados, y que imponían una receta de contención presupuestaria para un problema de contracción de la demanda. La fórmula de la austeridad fue aplicada, además, tanto a países con problemas de déficit público estructurales, caso de Grecia, como a aquellos que reflejaban una cómoda situación presupuestaria al comienzo de la crisis.

En general, durante la fase recesiva y forzados por el rígido corsé que introducía la moneda única, los países de la zona euro, en su conjunto, se vieron obligados a llevar a cabo políticas fiscales más restrictivas que otras economías comparables; ya fueran éstas impuestas por la condicionalidad de los paquetes de ayuda o por el miedo a que un incremento del déficit pudiera derivar en dinámicas similares a las sufridas por los países periféricos. Por ello, en contra de lo que sugieren los mecanismos de funcionamiento de un área monetaria en presencia de un desequilibrio asimétrico, los países centrales del euro también llevaron a cabo políticas de austeridad durante la crisis, Lapavitsas et al (2010).

¹⁸³ Un ejemplo claro de esto, además del ya mencionado de España, es el caso irlandés. El momento álgido de la crisis de deuda irlandesa se produce el 15 de julio de 2011, cuando la Comisión europea aprueba la inyección de 13.000 millones de euros en el segundo banco del país. Ese día los CDS de Irlanda ascendieron por encima de los 1100 puntos básicos.

Por el contrario, las políticas expansivas llevadas a cabo en economías similares supusieron un aumento significativo del déficit en estos países, pero también la vuelta al crecimiento económico y la reducción del desempleo de manera más acelerada. En el período 2008-2014 los países de la UEM, de media, registraron un déficit mucho menor que el de los Estados Unidos, Japón o el Reino Unido. Sin embargo, el crecimiento de la UEM fue menor que el de Estados Unidos o el Reino Unido. Por lo que respecta al empleo, la zona euro registró las mayores tasas de desempleo de los cuatro y en 2013 era la única en la que ésta continuaba creciendo. El resto de economías mencionadas llevaban, en ese momento, cinco años con tasas de paro decrecientes.¹⁸⁴

¹⁸⁴ Entre el año 2008 y octubre de 2014 la Reserva Federal de los EE.UU. llevó a cabo una serie de compras de bonos emitidos o garantizados por agencias gubernamentales en lo que se conoce como *large-scale asset purchases (LSAPs)*. Aunque la Reserva Federal no acudía al mercado primario a obtener dichos títulos, la compra de bonos buscaba reducir la oferta de esos instrumentos provocando un incremento de su precio y, por tanto, una caída de los tipos. Cuando el programa llegó a su fin la Reserva Federal acumulaba bonos del Tesoro Americano por valor de 2,4 billones de dólares.

Figura 4.37. Déficit de las Administraciones públicas. Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la UEM 2008-2014

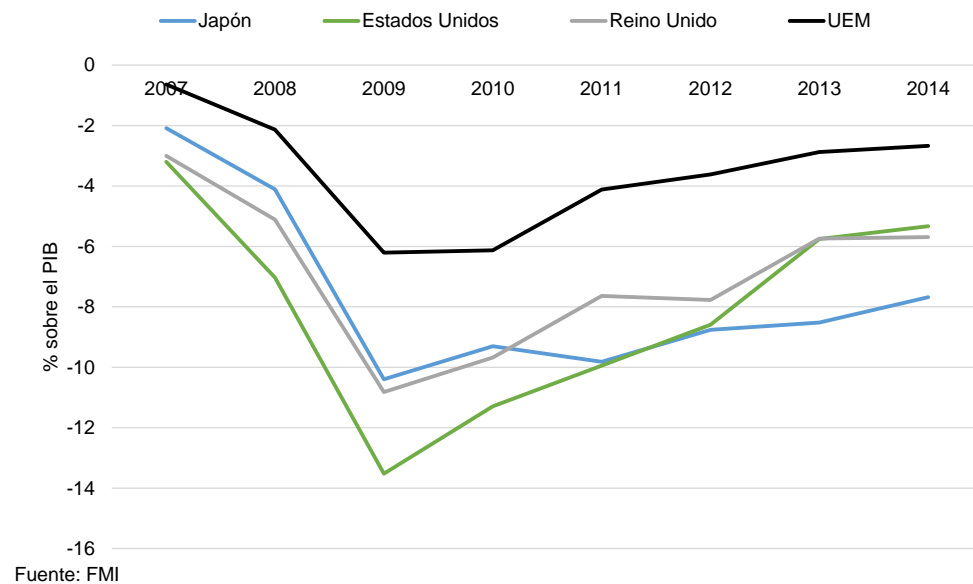
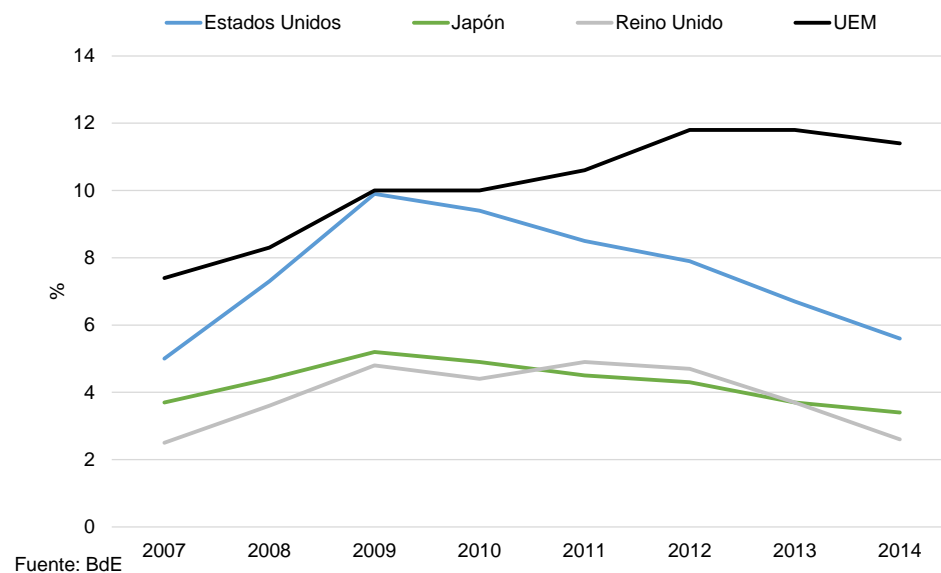


Figura 4.38. Tasa de paro. Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la UEM 2008-2014



Como plantea Zezza (2012), la cuestión de la austeridad en el seno de la zona euro está relacionada con el debate sobre la efectividad del multiplicador Keynesiano del gasto público. Durante las décadas previas a la recesión mundial, se había impuesto

la visión de la inoperancia de las políticas expansivas del gasto público, bajo el argumento de la equivalencia ricardiana¹⁸⁵. Sin embargo, la ineficiencia de las políticas fiscales restrictivas aplicadas por la eurozona ha vuelto a abrir el debate. Aunque los efectos de la austeridad en el crecimiento¹⁸⁶, en el desmantelamiento del estado de bienestar y en el aumento de la desigualdad¹⁸⁷, así como el déficit democrático que rodeó su implantación son elementos que merecen un profundo debate, no forman, en realidad, el objeto de estudio de esta tesis. De cara al análisis de la relación entre la UEM y la crisis de deuda soberana, el aspecto que es relevante debatir aquí es si la construcción institucional de la moneda única ofrecía otras alternativas¹⁸⁸. La conclusión que puede extraerse de todo lo apuntado en estos dos apartados, es que sí.

La forma más fácil de haber evitado la crisis de deuda soberana en Europa habría sido financiar los déficits públicos a los tipos a los que se financiaban los países centrales del euro, lo que le habría permitido llevar a cabo políticas fiscales expansivas. Para conseguir esta convergencia, dada la inexistente relación entre los déficits públicos y los tipos aplicados a la deuda pública española y de la periferia europea, no era realmente necesario llevar a cabo políticas de ajuste fiscal. Lo realmente necesario era dar una respuesta a la crisis desde una perspectiva europea.

Incluso en el diseño actual, existían herramientas como la compra de bonos por parte del BCE en el mercado secundario, que aunque son ineficientes, podrían haber conseguido el objetivo de alinear los costes de endeudamiento. Pero ni siquiera esas

¹⁸⁵ Según este mecanismo, el incremento del gasto era compensado por un aumento de los ahorros, en previsión de una futura subida de los impuestos, Barro (1974).

¹⁸⁶ Para un análisis crítico sobre el papel de las políticas de austeridad en el crecimiento ver Curatola (2014).

¹⁸⁷ Para un análisis del efecto de la austeridad en la desigualdad ver Caverio y Poinasamy (2013).

¹⁸⁸ Para un análisis crítico de los argumentos esgrimidos en favor de las políticas de austeridad ver Oyarzun (2015).

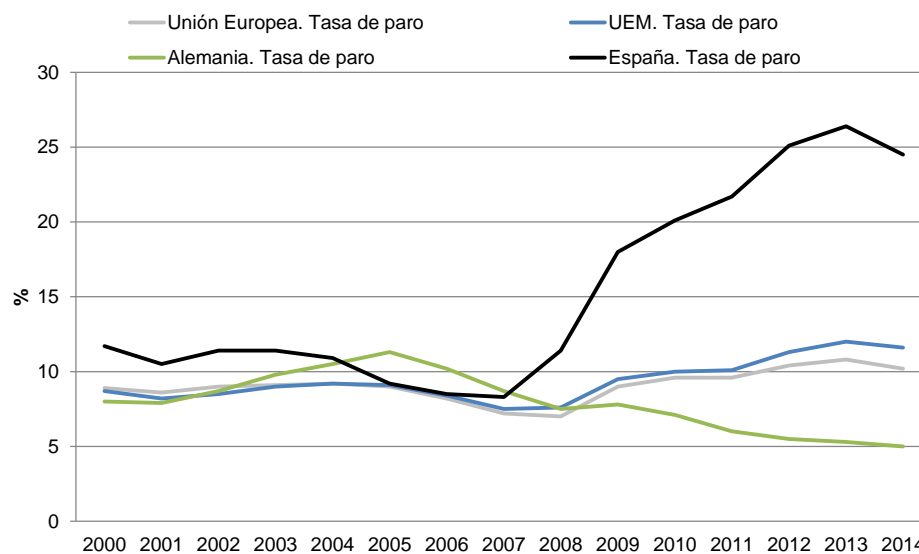
medidas se llevaron a cabo de manera ágil, lo que derivó en un constante deterioro de la capacidad de acceso a los mercados de las economías periféricas del euro, a pesar de los esfuerzos realizados para contener el déficit. De esto podría concluirse, por tanto, que no se trata ya solo de una falta de dispositivos automáticos de estabilización, sino de la ausencia de voluntad política y de coordinación para poner en marcha los mecanismos que estaban a su disposición. Esta dependencia de las decisiones políticas de unos miembros sobre el conjunto de los países que forman la moneda única, es, en sí misma, un ejemplo de la debilidad del marco institucional y del carácter incompleto de la unión.

Otro aspecto especialmente relevante de los programas de austeridad, como señala (De Grauwe and Ji (2013)), es que no han dejado tras de sí un panorama que haga suponer una mejor capacidad de pago en el futuro. Así, la imposición de políticas restrictivas no ha impedido un profundo deterioro de los ratios de endeudamiento público. Por el contrario, las economías periféricas de la unión necesitarán un largo periodo para poder volver a niveles de deuda sostenibles o alineados con los criterios del PEC. Los autores mencionados han calculado que para reducir a la mitad los niveles de deuda registrados en el año 2013, la economía española necesitaría mantener un superávit primario del 2% durante 25 años, las economías portuguesa e irlandesa durante treinta años y la griega durante cincuenta. En definitiva, esto supone que, de igual manera que la concentración de crédito en el sector privado hizo a las economías europeas vulnerables a un *sudden stop*, los actuales niveles de endeudamiento público y el periodo que será necesario para absorberlo dejan a los países de la periferia a merced del sentimiento inversor durante las próximas décadas. Este hecho es aún más preocupante si se tiene en cuenta que la crisis de la eurozona no ha servido para resolver los defectos de partida de su diseño, por lo que sigue estando pobremente equipada para afrontar nuevos desequilibrios asimétricos.

4.5 Área Monetaria no óptima y su papel en la crisis

Se cierra este capítulo dedicado a analizar el papel de la UEM durante la crisis para responder a la pregunta de si ésta reaccionó como un área monetaria óptima en ese periodo. En concreto, si durante la fase recesiva se produjeron transferencias de recursos laborales suficientes como para permitir la vuelta al equilibrio¹⁸⁹. A este respecto, lo que los datos manifiestan es un desarrollo significativamente dispar entre diferentes países de la unión. Así, por ejemplo, mientras en Alemania se creaba empleo, en España se registraba un incremento significativo del paro, sin que se produjera una transferencia de recursos laborales entre ambos.

Figura 4.39. Evolución de la Tasa de Paro. España 2000-2014



Fuente: Banco de España

Entre 2007 y 2013 la tasa de paro en España pasó del 8,3% al 26,4%, al tiempo que la tasa de ocupación cayó del 53,5% al 42,4%. En el mismo período la tasa de paro en Alemania descendió del 8,7% al 5,3% y la tasa de ocupación incrementó en 3,5

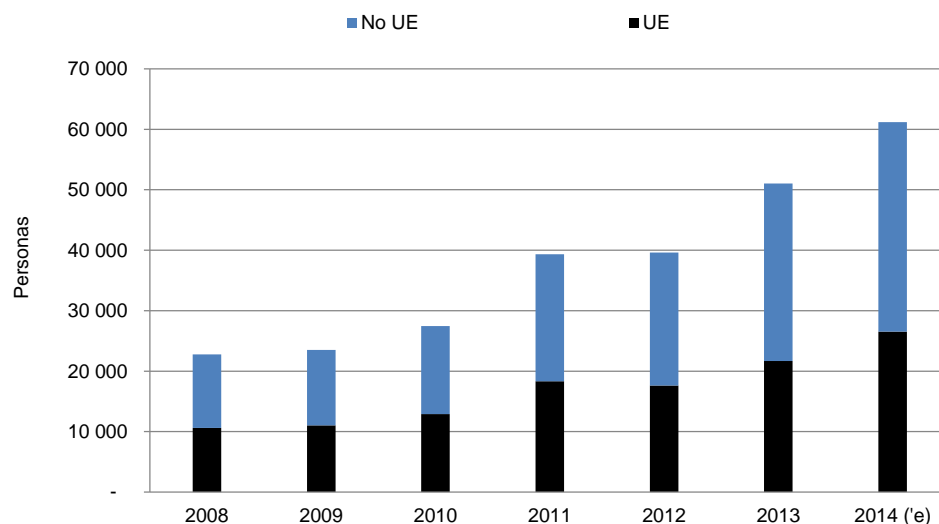
¹⁸⁹ Se analiza esta característica en concreto ya que el resto de las condiciones que debe cumplir un área monetaria óptima son de carácter estructural y, por tanto, menos sensibles a cambios.

puntos porcentuales. Sin embargo, a pesar de las diferentes dinámicas de empleo en estos dos países no se produjo una transferencia significativa de mano de obra. En esos años, de acuerdo a los datos aportados por el INE, tan solo se registraron 12.400 movimientos migratorios de españoles en edad de trabajar con destino a Alemania.

Si se amplía el objeto de estudio al comportamiento de los flujos migratorios de España hacia el resto de la UEM, se observan comportamientos similares. En el periodo 2008-2012, el número de parados registrados en España aumentó en más de 2,7 millones hasta alcanzar los 4,7 millones de personas en búsqueda activa de empleo. En ese mismo espacio de tiempo, el flujo de emigración con destino a la UE de españoles en edad de trabajar fue de 70,400 personas, lo que supone un 2,6% del aumento del paro registrado en el período y un 1,5% del total de la mano de obra desempleada. Aún más significativo es que durante ese periodo no es la UE el principal receptor de la emigración española. El 54% de los movimientos migratorios se produjeron a países fuera de la UE¹⁹⁰.

¹⁹⁰ Se habla aquí de UE, a pesar de comprender ésta un mayor número de miembros que la UEM, al ser ésta el área en la que se permite el libre movimiento de personas.

Figura 4.40. Flujo de emigración española en edad de trabajar por destino. España 2008-2014



Fuente: INE

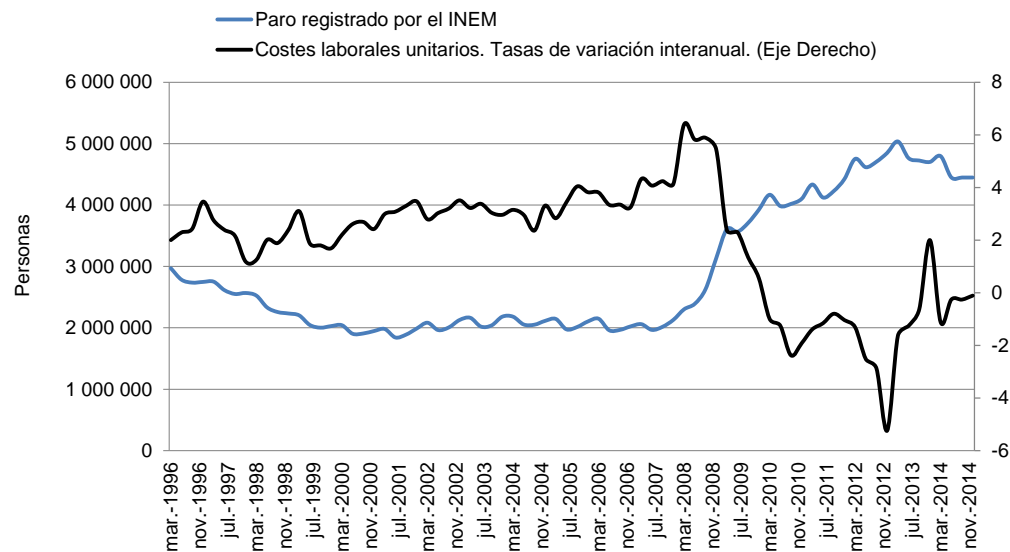
Estos hechos ponen de manifiesto que, a pesar de que la crisis afecta de forma diferente a los países de la UEM, hasta el punto de que unos miembros destruyen empleo mientras que otros lo crean, no se produce una transferencia de mano de obra como se supone que debería ocurrir de acuerdo a la formulación de la teoría de las áreas monetarias óptimas.

También es el caso español un buen ejemplo de la dificultad de volver al equilibrio tras un shock asimétrico en el marco de la moneda única, dada la insuficiencia de la movilidad laboral y la primacía del control de precios sobre la creación de empleo. En ese contexto, como ya se ha descrito en el primer capítulo, la única salida es el ajuste vía salarios que, como se detalla a continuación, es un mecanismo muy ineficiente.

En el periodo 2009-2012, los costes laborales unitarios (CLU) en España descendieron un 8,3%. La ganancia de competitividad que esto supuso fue aún mayor, si se tiene en cuenta que en el conjunto de la zona euro los CLUs aumentaron a lo largo de ese mismo periodo un 6,5%. Sin embargo, a pesar de la significativa reducción de los costes salariales en España, el ajuste siguió recayendo

sobre la tasa de paro. La contradicción en la evolución de las dos magnitudes queda reflejada en el gráfico siguiente.

Figura 4.41. Incremento neto del paro registrado y evolución de los CLU. España 1996-2014



Fuente: INE y BdE

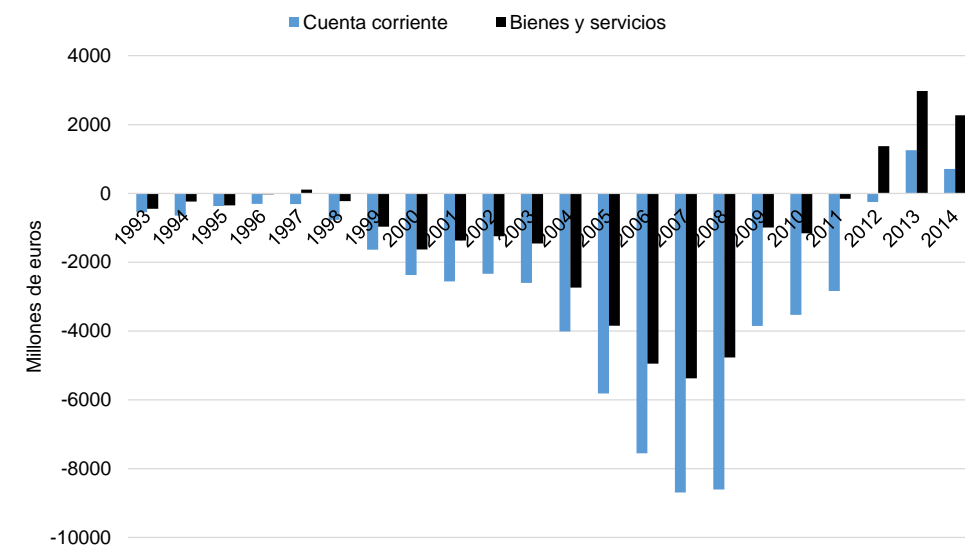
La caída de los costes laborales unitarios tuvo su reflejo en la competitividad de la economía española, que ha vuelto a los niveles del año 1999¹⁹¹. En parte, gracias a la mejora de ésta, desde el estallido de la crisis, se ha producido un fuerte ajuste del sector exterior español. Desde el año 2007, el déficit por cuenta corriente se ha corregido sustancialmente, con un avance significativo de las exportaciones de bienes y de servicios, que han incrementado su participación en los mercados mundiales. No obstante, esta corrección del déficit también fue debida a la acusada debilidad de la demanda interna y, por lo tanto, de las importaciones.

Pero el ajuste del sector exportador, a pesar de ser muy significativo, no fue suficiente para reestablecer el equilibrio de la economía española de manera ágil. El mecanismo corrector, basado en el aumento de la competitividad vía reducción de

¹⁹¹ Ver Figura 2.10 del capítulo segundo.

salarios, generó un incremento del paro y una contracción de la economía sostenida a lo largo de seis años. Estos hechos respaldarían los enunciados de Friedman (1953) sobre la ineficiencia de volver al equilibrio vía salarios entre las regiones que integran una moneda única.

Figura 4.42. Saldo exterior. España 1995-2014



Fuente: BdE

La magnitud del ajuste durante la actual crisis también choca con lo ocurrido durante periodos recesivos anteriores. Por ejemplo, durante la crisis de principios de los noventa no se produjo una caída de los costes laborales unitarios, Ortega (2012), y sin embargo, el avance de la competitividad medido por el tipo de cambio efectivo real (TCER) fue aún más significativo. Durante esta etapa, el indicador de competitividad cayó un 23% frente a los países desarrollados, ocho puntos porcentuales más que durante la actual fase recesiva. Este hecho se explica porque en la década de los noventa la economía española pudo recuperar competitividad por medio de la depreciación de la peseta, algo que la rigidez de la moneda única no ha permitido en la reciente crisis.

En definitiva, mientras en el pasado la economía española había sido capaz de mejorar su posición de competitividad y corregir los desequilibrios de su saldo exterior mediante devaluaciones de la moneda, durante la crisis del euro la corrección de los desequilibrios ha debido producirse mediante una caída significativa de los costes laborales, que no ha impedido un aumento sostenido del paro ni la contracción de la economía.

Otro aspecto relevante de este análisis es que el rápido retroceso de los CLUs y el fuerte ajuste del mercado laboral desmontan el diagnóstico que apunta a la falta de flexibilidad del empleo en la economía española como causas explicativas de la profundidad de la crisis. Y, por tanto, invalida las recetas que, para salir de ella, apuntan a la necesidad de flexibilizar el empleo y rebajar los salarios aún más.

La idea de que la corrección de los desequilibrios de la economía española pasa por un ajuste de la competitividad mediante la flexibilización y rebaja de los salarios ignora la verdadera raíz del problema. Ésta se encuentra en que la UEM no está preparada para realizar ajustes automáticos ante shocks asimétricos porque no es un área monetaria completa ni conforma un área monetaria óptima.

5- Conclusiones

Conclusiones

La decisión de adoptar una moneda única en el seno de la UE puede englobarse en las políticas monetarias de principios de los años noventa que buscaban la estabilidad financiera mediante la adopción de tipos de cambio extremos. El primer interrogante que plantea esta decisión es saber si el haber optado por el extremo de la rigidez cambiaria, mediante la constitución de una moneda única, era la solución más conveniente para los países que fundaron la UEM, dadas las características de éstos. A este respecto, la conclusión que puede extraerse del repaso a las diferentes escuelas que han abordado la cuestión del régimen cambiario óptimo es que las peculiaridades de los países miembros les hacían candidatos a beneficiarse sólo de algunas de las ventajas, y a sufrir muchos de los inconvenientes de la adopción de una moneda única.

El euro suponía la formación de una unión monetaria entre países desarrollados con bajos niveles de inflación. Los miembros de la UEM no sufrían procesos inflacionistas derivados de una política económica poco creíble, y tampoco adolecían de acceso a los mercados de capitales para financiarse en sus propias divisas, lo que limitaba los beneficios de la rigidez cambiaria. Por el contrario, la abundante literatura disponible apuntaba, ya entonces, a una serie de riesgos ligados al estrecho corsé que introducía la moneda única. Estos pueden resumirse en dos grandes capítulos. El primero tiene que ver con el fenómeno de la atracción de capitales en el seno de una moneda única y con el posible carácter desestabilizador de éstos, debido a su volatilidad y al deterioro de la cartera de los bancos que lleva aparejado. El segundo está relacionado con la capacidad de lidiar con desequilibrios asimétricos, atendiendo a las características de sus miembros y al diseño institucional que rodea a la moneda única.

El riesgo relativo a la atracción de capitales y su volatilidad, en el contexto de una unión monetaria, está relacionado con la primera de las hipótesis que plantea esta

tesis. Esto es, que la creación de la UEM fue un factor determinante en la formación de la burbuja inmobiliaria en España cuyo estallido derivó en una profunda crisis financiera a partir del año 2008.

Los datos aportados indican que la instauración de la moneda única produjo una convergencia acelerada de los tipos de interés pagados por los agentes privados de las economías de la zona euro. Por lo que respecta al caso particular de España, los análisis llevados a cabo revelan la existencia de una relación exponencial entre esta bajada de los tipos y el aumento del crédito. Se ha expuesto, además, cómo el incremento de la financiación disponible no tuvo un reflejo igual en todos los sectores de la economía española, siendo el residencial el que creció de manera más significativa. Esta acumulación de crédito es la que acabaría derivando en el aumento de precios de la vivienda y, en última instancia, en la formación de la burbuja inmobiliaria.

Pero más allá de la bajada de los tipos, en la introducción se planteaba la pregunta de cuáles fueron los canales que permitieron que la formación de la moneda única facilitara el incremento del crédito. La respuesta está relacionada con el papel de la UEM en la rápida integración de los mercados financieros. Para respaldar este argumento se han presentado datos que muestran el desarrollo de los productos de financiación estructurada en el seno de la moneda única, y su papel en la financiación de los desequilibrios de la economía española y en la formación de la burbuja crediticia. Estos datos apuntan a la existencia de una relación estrecha entre el aumento de las emisiones de financiación estructurada y el incremento de los desequilibrios en el saldo exterior. La evolución de estos productos también se asocia con el aumento del crédito y, en particular, con el crecimiento de la financiación a particulares para la compra de vivienda.

La acumulación de crédito en los primeros años de funcionamiento del euro generó una importante vulnerabilidad ante una posible interrupción brusca de los flujos de

capitales. Es en ese escenario de dependencia de los mercados provocado por las dinámicas que introduce la moneda única, cuando irrumpe un factor exógeno a la UEM, la crisis financiera global.

Ésta provocó el cierre de los mercados para los productos de financiación estructurada que estaban en el centro del círculo vicioso que había alimentado la burbuja inmobiliaria. La clausura repentina del canal de financiación mayorista llevó aparejado un *sudden stop* del crédito en la economía española, que se hizo especialmente evidente en el sector inmobiliario. El consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras para la compra de vivienda se tradujo en una reducción inmediata del número de transacciones de compraventa, provocando una desaceleración repentina del sector de la construcción, cuyo peso en la economía y en el empleo había crecido de manera significativa y que, además, se encontraba fuertemente apalancado.

Una consecuencia directa del estallido de la burbuja, además de la contracción de la economía, el incremento del paro y la acumulación de déficits públicos, fue el deterioro de la cartera de los bancos que habían crecido de manera desproporcionada sin criterios adecuados de riesgo durante la fase expansiva. Las instituciones financieras españolas ya no sólo se enfrentaban a un problema de liquidez, sino al aumento de la mora en sus balances. Esto suponía la materialización de otro de los riesgos de la adopción de tipos de cambio fijo, el posible deterioro de la cartera crediticia del sistema financiero en presencia de elevados flujos de crédito.

Las relaciones puestas de manifiesto entre la formación de la UEM, el proceso de convergencia de tipos, el incremento del crédito y el desarrollo de los productos de financiación estructurada, así como la crisis financiera en la que derivaron, son las que permiten concluir que, efectivamente, la UEM fue un factor determinante en la formación de la burbuja inmobiliaria en España, cuyo estallido derivó en un prolongado periodo recesivo.

Este escenario de fuerte dependencia de los mercados de capitales e interrupción brusca de los mismos introduce el segundo de los riesgos asociado a la elección de la rigidez del tipo de cambio; esto es, la capacidad de la unión monetaria de lidiar con un desequilibrio asimétrico, en este caso, el parón repentino de los flujos de crédito.

Para evaluar esta capacidad, se han examinado las características de los países miembros de la UEM de acuerdo a los planteamientos de la teoría de las áreas monetarias óptimas. En este análisis se observa que los mercados laborales de la zona euro no estaban integrados a pesar de existir libre circulación de personas; que el grado de apertura y la estructura productiva eran desiguales, lo que explica el comportamiento diferenciado de los indicadores de precios; y que los ciclos productivos mostraban una correlación dispar. En general, puede concluirse, que el conjunto de los países miembros de la UEM no reunían las condiciones para ser considerados un área monetaria óptima. Sin embargo, conviene resaltar que los datos analizados señalan la existencia de un comportamiento claramente diferenciado entre grupos de países dentro de la eurozona. En el subconjunto formado por los países centrales del euro se observa una mayor sintonía entre las características de sus miembros que en el global de la zona euro.

También se ha analizado el diseño de la UEM para entender si ésta cumple con las condiciones que debe tener una unión monetaria para ser clasificada como completa. Éstas se han puesto en contraposición con el desarrollo institucional en la zona euro y con los objetivos que marca el Tratado de la UE. De este análisis pueden extraerse dos conclusiones. La primera, que el establecimiento de la moneda única ha contribuido de manera dispar a la consecución de dichos objetivos, por lo que éstos no pueden ser citados como razón para la integración monetaria. La segunda es que la UEM puede ser calificada como un área monetaria incompleta puesto que carece de unión fiscal, unión bancaria, mecanismos de mutualización de la emisión de deuda y prestamista de última instancia. Todas ellas características necesarias

para volver al equilibrio ante la aparición de un shock asimétrico. En resumen, esto supone que la unión monetaria exponía a los países miembros a sufrir desequilibrios externos pero no los equipaba con las herramientas adecuadas para resolverlos.

Esta argumentación sirve para plantear la segunda de las hipótesis centrales de esta tesis. Esto es, que la pertenencia a la unión monetaria, unida al carácter incompleto de ésta, y la ausencia de las características propias de un área monetaria óptima, agravaron los efectos de la crisis financiera provocando su transformación en una crisis de deuda soberana en España.

El primer estadio de dicha transformación fue la aparición de una crisis bancaria. Ésta estuvo motivada por la acumulación de activos tóxicos en el balance de los bancos, pero también por el diseño de la UEM. Por un lado, la carencia de mecanismos paneuropeos de supervisión permitió que se alargase innecesariamente el proceso de reconocimiento de los activos problemáticos. Esta falta de transparencia alimentó la incertidumbre sobre la dimensión del problema de los activos tóxicos en manos de la banca. Por otro, la ausencia de sistemas de resolución bancaria provocó que el coste de las intervenciones en el sistema financiero recayera sobre las finanzas públicas de cada país.

Otro aspecto relevante, también ligado al papel de las instituciones europeas, es que durante el largo proceso de reestructuración bancaria, el sistema financiero español no cumplió su función como engranaje en la política de transmisión monetaria. Todas las instituciones financieras, incluso aquellas en las que no se identificaron necesidades de capital, se vieron obligadas a dedicar recursos al provisionamiento de activos dudosos, lo que supuso una fuerte contracción del crédito disponible en la economía. Esto generó un círculo vicioso mediante el cual los activos en el balance de los bancos se deterioraban por falta de financiación, lo que redundaba en una mayor necesidad de saneamiento del sector financiero español, y por tanto en una mayor contracción del crédito. Esta dinámica, que explica el profundo retroceso de

la actividad económica, no se vio contrarrestada por políticas efectivas desde el BCE. El principal ejemplo de ello es la política de recompra de activos que fue destinada a proveer de liquidez al sistema financiero y a mantener la cuenta de resultados de los bancos, pero que no se dejó notar en un aumento de la financiación disponible en la economía real.

El desarrollo de la crisis bancaria influido por las deficiencias de la UEM impactó en las cuentas públicas españolas, ya de por sí afectadas por el estallido de la burbuja inmobiliaria, a través de tres vías. La primera, por los costes asociados al rescate. La segunda, por la recesión económica alimentada por la contracción del crédito. Y la tercera, más indirecta pero más importante para el devenir de la crisis, por la incertidumbre que generó en los mercados internacionales y que se trasladó a los costes de financiación soberana.

De hecho, para respaldar la hipótesis relativa al papel de la UEM en la aparición de la crisis de deuda soberana, es fundamental comprender que ésta, entendida como el incremento insostenible de los diferenciales de deuda, no está relacionada con el deterioro de las cuentas públicas. El análisis sobre la relación entre la evolución del déficit público y los costes de financiación en el seno de la moneda única y en otras economías comparables permite confirmar que ambas variables no muestran correlación alguna, ni antes ni después de la crisis. Para poder entender la evolución de los costes de financiación soberana es crucial tener en cuenta el funcionamiento mismo de la moneda única.

Muestra de ello son las políticas llevadas a cabo durante la etapa recesiva que tuvieron un coste directo sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas y, en última instancia, sobre el sentimiento inversor. A este respecto, es especialmente relevante la inacción del BCE sobre el coste de la deuda soberana. Como se ha puesto de manifiesto, si la economía española hubiese podido financiarse a los tipos a los que lo hacía la economía alemana, lo cual habría sido posible con una

intervención decidida del BCE en los mercados o con la emisión de eurobonos, las arcas públicas españolas habrían podido llevar a cabo políticas fiscales menos contractivas que habrían contenido la dimensión de la recesión.

También es relevante el hecho de que durante la crisis no se produjeran transferencias directas de recursos del centro a la periferia para corregir los efectos asimétricos del estallido de la burbuja crediticia, como habría ocurrido de ser la UEM una unión monetaria completa. Los fondos destinados en la forma de préstamos condicionados, mal llamados mecanismos de rescate, tampoco parecían ser la solución adecuada para disipar las inquietudes de la comunidad inversora, a juzgar por la reacción de los mercados ante ellos. El motivo es que estos programas buscaban la vuelta al equilibrio mediante la contracción del gasto público que, como se ha analizado, no era la causa del incremento de los diferenciales de deuda. Por el contrario, estas políticas contribuían a alimentar las dudas sobre la sostenibilidad del compromiso cambiario, que es el eje central en torno al cual gira la crisis de deuda soberana.

Ante la falta de alternativas en el seno de la unión, y como ya contemplaba la teoría clásica, la integración monetaria obligaba a volver al equilibrio mediante recortes en los precios relativos y en las cantidades producidas. El ajuste de los desequilibrios mediante la contracción de la economía y la rebaja de los salarios, a pesar del alto coste social de los mismos, fue posible, en última instancia, por las drásticas consecuencias que hubiera tenido el abandono de la moneda única, cuyo coste era percibido como más elevado, aún, que el de la política fiscal contractiva. Pero la capacidad de mantener el compromiso cambiario no siempre fue evidente. Ese riesgo quedaba reflejado en el precio que aplicaban los mercados a la deuda pública española. De igual manera que siguen haciéndolo aún hoy en día para el caso de la economía griega, en la que el coste que impone la continuidad en la moneda única, no está claro que compense los beneficios asociados a la pertenencia a la misma. Por este motivo, se puede concluir que, efectivamente, son la pertenencia a la unión

monetaria y su carácter incompleto, los que generan esta incertidumbre y permiten la transformación del estallido de la burbuja inmobiliaria en una crisis de deuda soberana.

Respecto al papel de la ausencia de las características propias de un área monetaria óptima en el desarrollo de la crisis, las conclusiones que se extraen son algo más ambiguas. Por un lado, en base al análisis llevado a cabo se puede afirmar que durante la crisis no se produjeron transferencias significativas de recursos laborales entre España y sus socios europeos, a pesar de las diferencias en las tasas de desempleo. Esto supone que, en lo tocante al factor trabajo, los ajustes automáticos descritos por la teoría clásica para un área monetaria óptima no tuvieron lugar. Pero, por otro, también plantea la cuestión sobre la verdadera capacidad del mercado laboral de actuar como mecanismo de ajuste ante los desequilibrios provocados por los movimientos de capital, dada la naturaleza de ambos. Dicho de otra manera, aunque la UEM se hubiese comportado como un área monetaria óptima, y se hubiera producido una importante transferencia de mano de obra, no está claro que esto hubiera sido suficiente para equilibrar los efectos de la interrupción brusca de capitales.

De cara al futuro, la crisis del euro deja abiertos una serie de interrogantes. Por un lado, la fase recesiva ha puesto de manifiesto los profundos desajustes institucionales existentes en la UEM, que han motivado cambios en algunas áreas como la de la resolución bancaria. Sin embargo, éstos no se antojan suficientemente profundos como para poder aportar una respuesta paneuropea a la aparición de un nuevo desequilibrio asimétrico. Esto supone, que algunos países de la zona euro podrían volver a enfrentarse al dilema de tener que resolver una crisis eligiendo entre el ajuste de precios y cantidades o el abandono de la moneda única. Estas dudas sobre la sostenibilidad del compromiso cambiario podrían volver a alimentar nuevas crisis de deuda soberana en el futuro. Por otro, durante esta etapa se ha generado una importante acumulación de deuda en el sector público que tardará

años en desapalancarse. De igual manera que en el año 2007, la economía española registraba significativos niveles de endeudamiento privado, que a la postre fueron el detonante de la crisis; ahora, los elevados ratios de deuda pública dejan a España, y al resto de países que conforman la periferia europea, una vez más, a merced del sentimiento inversor.

Esta tesis abre una serie de líneas de investigación que considero interesantes. Quizás la más relevante para el caso de España sea abordar la relación existente entre las medidas puestas en marcha para salir de la crisis en el contexto de la moneda única y el incremento de la desigualdad. El uso del mercado laboral para corregir la apreciación del tipo de cambio real y los desequilibrios derivados de éste en la competitividad, han tenido un impacto directo sobre las rentas laborales. También éstas han sido las más afectadas por las recetas de austeridad. Esto ha tenido su reflejo en la evolución del reparto de la riqueza que se ha ido concentrando en las rentas más altas cuyos ingresos no son dependientes exclusivamente del trabajo. Las mismas dinámicas se observan en el resto de las economías periféricas del euro por lo que es importante preguntarse en qué medida el diseño actual de la UEM tiene un papel explicativo en este comportamiento y qué reformas estructurales del marco de gobernanza europeo deberían implementarse para corregirlo.

Apéndices

Apéndice I-Tablas

Figura A.1. Índice armonizado de precios al consumo, zona euro 1996-2014

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Zona Euro	1.7%	2.5%	2.0%	2.3%	2.0%	2.4%	2.2%	1.9%	3.1%	1.6%	0.9%	2.2%	2.7%	2.2%	0.8%	-0.2%
Bélgica	2.1%	3.0%	2.0%	1.3%	1.7%	1.9%	2.8%	2.1%	3.1%	2.7%	0.3%	3.4%	3.2%	2.1%	1.2%	-0.4%
Alemania	1.3%	2.2%	1.4%	1.2%	1.0%	2.3%	2.1%	1.4%	3.1%	1.1%	0.8%	1.9%	2.3%	2.0%	1.2%	0.1%
Irlanda	3.9%	4.6%	4.3%	4.6%	3.0%	2.4%	1.9%	3.0%	3.2%	1.3%	-2.6%	-0.2%	1.4%	1.7%	0.4%	-0.3%
Grecia	2.3%	3.7%	3.5%	3.5%	3.1%	3.1%	3.5%	3.2%	3.9%	2.2%	2.6%	5.2%	2.2%	0.3%	-1.8%	-2.5%
España	2.8%	4.0%	2.5%	4.0%	2.7%	3.3%	3.7%	2.7%	4.3%	1.5%	0.9%	2.9%	2.4%	3.0%	0.3%	-1.1%
Francia	1.4%	1.7%	1.4%	2.2%	2.4%	2.3%	1.8%	1.7%	2.8%	1.2%	1.0%	2.0%	2.7%	1.5%	0.8%	0.1%
Italia	2.1%	2.7%	2.2%	2.9%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.8%	2.4%	1.1%	2.1%	3.7%	2.6%	0.7%	-0.1%
Chipre	3.6%	3.7%	2.1%	3.1%	2.2%	3.9%	1.4%	1.5%	3.7%	1.8%	1.6%	1.9%	4.2%	1.5%	-1.3%	-1.0%
Luxemburgo	2.3%	4.3%	0.9%	2.8%	2.4%	3.5%	3.4%	2.3%	4.3%	0.7%	2.5%	3.1%	3.4%	2.5%	1.5%	-0.9%
Países Bajos	1.9%	2.9%	5.1%	3.2%	1.6%	1.2%	2.0%	1.7%	1.6%	1.7%	0.7%	1.8%	2.5%	3.4%	1.4%	-0.1%
Austria	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.3%	2.5%	1.6%	1.6%	3.5%	1.5%	1.1%	2.2%	3.4%	2.9%	2.0%	0.8%
Portugal	1.7%	3.8%	3.9%	4.0%	2.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.7%	0.8%	-0.1%	2.4%	3.5%	2.1%	0.2%	-0.3%
Finlandia	2.2%	2.9%	2.3%	1.7%	1.2%	0.1%	1.1%	1.2%	1.9%	3.4%	1.8%	2.8%	2.6%	3.5%	1.9%	0.6%

Fuente: Eurostat

Figura A.2. Variación anual del PIB a precios constantes, zona euro 1996-2014

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Suecia	4.7%	4.5%	1.3%	2.5%	2.3%	4.2%	3.2%	4.3%	3.3%	-0.6%	-5.0%	6.6%	2.9%	0.9%	1.5%	2.8%
Economías avanzadas	3.6%	4.1%	1.4%	1.7%	2.1%	3.2%	2.8%	3.1%	2.8%	0.1%	-3.4%	3.1%	1.7%	1.2%	1.4%	1.8%
Alemania	1.7%	3.3%	1.6%	0.0%	-0.4%	0.7%	0.9%	3.9%	3.4%	0.8%	-5.1%	3.9%	3.4%	0.9%	0.5%	1.4%
G7	3.2%	3.7%	1.2%	1.3%	2.0%	3.0%	2.5%	2.6%	2.2%	-0.3%	-3.8%	2.9%	1.5%	1.4%	1.5%	1.7%
Austria	3.5%	3.7%	0.9%	1.7%	0.9%	2.6%	2.4%	3.7%	3.7%	1.4%	-3.8%	1.8%	2.8%	0.9%	0.3%	1.0%
Luxemburgo	8.4%	8.4%	2.5%	4.1%	1.7%	4.4%	5.3%	4.9%	6.6%	-0.7%	-5.6%	3.1%	1.9%	-0.2%	2.1%	2.7%
Bélgica	3.5%	3.7%	0.8%	1.4%	0.8%	3.3%	1.8%	2.7%	2.9%	1.0%	-2.8%	2.3%	1.8%	-0.1%	0.2%	1.0%
Francia	3.4%	3.9%	2.0%	1.1%	0.8%	2.8%	1.6%	2.4%	2.4%	0.2%	-2.9%	2.0%	2.1%	0.3%	0.3%	0.4%
Reino Unido	2.9%	4.4%	2.2%	2.3%	3.9%	3.2%	3.2%	2.8%	3.4%	-0.8%	-5.2%	1.7%	1.1%	0.3%	1.8%	2.9%
UE (28)	2.9%	4.0%	2.2%	1.4%	1.6%	2.7%	2.3%	3.6%	3.4%	0.7%	-4.4%	2.0%	1.8%	-0.3%	0.2%	1.4%
Países Bajos	4.7%	3.9%	1.6%	0.0%	0.3%	1.9%	2.2%	3.8%	4.2%	2.1%	-3.3%	1.1%	1.7%	-1.6%	-0.7%	0.6%
Zona Euro	2.9%	3.8%	2.0%	0.9%	0.7%	2.2%	1.7%	3.3%	3.0%	0.4%	-4.4%	2.0%	1.6%	-0.7%	-0.5%	1.2%
Dinamarca	2.6%	3.5%	0.7%	0.5%	0.4%	2.3%	2.4%	3.4%	1.6%	-0.8%	-5.7%	1.4%	1.1%	-0.4%	0.4%	1.5%
Irlanda	10.2%	9.5%	5.3%	5.8%	3.0%	4.6%	5.7%	5.5%	4.9%	-2.6%	-6.4%	-0.3%	2.8%	-0.3%	0.2%	3.6%
España	4.7%	5.1%	3.7%	2.7%	3.1%	3.3%	3.6%	4.1%	3.5%	0.9%	-3.8%	-0.2%	0.1%	-1.6%	-1.2%	1.3%
Finlandia	3.9%	5.6%	2.6%	1.7%	2.0%	3.9%	2.8%	4.1%	5.2%	0.7%	-8.3%	3.0%	2.6%	-1.5%	-1.2%	-0.2%
Portugal	4.1%	3.9%	2.0%	0.8%	-0.9%	1.6%	0.8%	1.4%	2.4%	0.0%	-2.9%	1.9%	-1.3%	-3.2%	-1.4%	1.0%
Italia	1.5%	3.7%	1.9%	0.5%	0.0%	1.7%	0.9%	2.2%	1.7%	-1.2%	-5.5%	1.7%	0.5%	-2.4%	-1.9%	-0.2%
Grecia	3.4%	4.5%	4.2%	3.4%	5.9%	4.4%	2.3%	5.5%	3.5%	-0.2%	-3.1%	-4.9%	-7.1%	-7.0%	-3.9%	0.6%

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Figura A.3. Tasa de desempleo, 1999-2014

	1,999	2,000	2,001	2,002	2,003	2,004	2,005	2,006	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014
Austria	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	5%	5%
Bélgica	8%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	8%	8%	7%	8%	8%	9%
Finlandia	10%	10%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	7%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	9%
Francia	11%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	8%	7%	9%	9%	9%	10%	10%	10%
Alemania	9%	8%	8%	9%	10%	10%	11%	10%	9%	8%	8%	7%	6%	5%	5%	5%
Grecia	12%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	9%	8%	8%	9%	13%	18%	24%	27%	26%
Irlanda	6%	4%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	5%	6%	12%	14%	15%	15%	13%	11%
Italia	11%	10%	9%	9%	8%	8%	8%	7%	6%	7%	8%	8%	8%	11%	12%	13%
Luxemburgo	3%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	6%	6%	6%	6%	7%	7%
Países Bajos	4%	3%	3%	3%	4%	5%	5%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	5%	7%	7%
Portugal	4%	4%	4%	5%	6%	7%	8%	8%	8%	8%	9%	11%	13%	16%	16%	14%
España	16%	14%	11%	11%	12%	11%	9%	8%	8%	11%	18%	20%	21%	25%	26%	25%
Dinamarca	5%	4%	5%	5%	5%	6%	5%	4%	4%	3%	6%	7%	8%	8%	7%	7%
Reino Unido	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	7%
Suecia	7%	6%	6%	6%	7%	7%	8%	7%	6%	6%	8%	9%	8%	8%	8%	8%
Zona Euro	10%	9%	8%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	10%	10%	10%	11%	12%	12%
Economías avanzadas	7%	6%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	7%
G7	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	6%	8%	8%	8%	7%	7%	6%

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Figura A.4. Tasa de actividad, 1999-2014

	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
OCDE	59.2%	59.1%	59.0%	58.9%	58.9%	59.0%	59.1%	59.2%	59.2%	58.9%	58.7%	58.6%	58.7%	58.7%
Estados Unidos	63.7%	63.4%	63.2%	63.3%	62.9%	63.0%	63.3%	63.3%	63.0%	62.3%	61.5%	60.8%	60.7%	60.5%
Japón	63.0%	62.7%	61.8%	61.3%	60.9%	60.8%	60.7%	60.8%	60.6%	60.3%	60.1%	59.7%	59.3%	59.4%
Unión Europea	55.9%	56.1%	56.3%	56.4%	56.6%	56.9%	57.1%	57.2%	57.4%	57.2%	57.2%	57.2%	57.4%	57.3%
UEM	54.6%	54.8%	55.0%	55.2%	55.4%	55.7%	55.9%	56.1%	56.2%	56.1%	56.1%	56.1%	56.3%	56.1%

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Figura A.5. Renta per cápita precios constantes. Zona euro 1999-2014

	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
Austria	27 235	28 166	28 299	28 637	28 756	29 316	29 816	30 750	31 763	32 082	30 758	31 210	31 968	32 076	32 092	32 281
Bélgica	29 842	30 861	31 036	31 317	31 429	32 331	32 742	33 405	34 131	34 201	32 977	33 478	33 567	33 234	33 100	33 338
Finlandia	28 940	30 513	31 217	31 672	32 221	33 378	34 182	35 424	37 095	37 181	33 947	34 808	35 531	34 848	34 273	34 054
Francia	29 157	30 101	30 478	30 602	30 640	31 283	31 548	32 067	32 614	32 499	31 376	31 841	32 345	32 296	32 245	32 217
Alemania	25 412	26 218	26 590	26 566	26 465	26 658	26 906	27 992	28 975	29 286	27 864	28 957	30 472	30 671	30 729	31 103
Grecia	13 957	14 525	15 091	15 563	16 442	17 100	17 433	18 330	18 925	18 819	18 215	17 326	16 182	15 053	14 552	14 669
Irlanda	32 252	34 877	36 165	37 593	38 095	39 196	40 532	41 748	42 377	40 265	37 298	37 021	37 880	37 675	36 234	37 318
Italia	23 188	24 029	24 460	24 559	24 486	24 752	24 819	25 282	25 637	25 155	23 633	23 963	24 000	23 420	22 874	22 729
Luxemburgo	54 300	58 116	58 920	60 683	60 918	62 723	64 998	67 166	70 429	68 697	63 708	64 480	64 203	62 631	63 311	63 767
Países Bajos	33 555	34 629	34 932	34 697	34 627	35 146	35 852	37 163	38 638	39 291	37 800	38 009	38 460	37 713	37 333	37 449
Portugal	14 395	14 880	15 074	15 079	14 838	14 982	15 030	15 197	15 522	15 500	15 035	15 319	15 150	14 720	14 648	14 779
España	20 329	21 177	21 708	21 918	22 181	22 549	22 928	23 487	23 834	23 656	22 561	22 421	22 349	21 968	21 773	22 107
Media	27 714	29 008	29 498	29 907	30 091	30 785	31 399	32 334	33 328	33 053	31 264	31 569	31 842	31 359	31 097	31 317

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Figura A.6. Peso de las exportaciones de bienes a los países de la UE (28) sobre el total global.

	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
Bélgica	79%	77%	78%	76%	77%	77%	77%	76%	76%	77%	76%	73%	72%	70%	70%
Dinamarca	71%	71%	70%	70%	70%	71%	71%	71%	70%	70%	68%	66%	65%	64%	63%
Alemania	66%	65%	64%	64%	65%	65%	65%	64%	65%	64%	63%	60%	59%	57%	57%
Irlanda	67%	65%	64%	66%	62%	63%	64%	63%	64%	63%	61%	58%	58%	59%	57%
Grecia	67%	62%	64%	61%	65%	67%	64%	67%	64%	61%	58%	55%	52%	44%	47%
España	74%	73%	74%	75%	75%	74%	72%	71%	71%	70%	70%	69%	67%	64%	63%
Francia	65%	65%	64%	65%	67%	66%	64%	66%	66%	64%	63%	61%	61%	59%	59%
Italia	65%	62%	62%	62%	63%	63%	62%	62%	62%	60%	58%	58%	57%	54%	54%
Luxemburgo	88%	87%	88%	88%	89%	90%	90%	89%	88%	88%	87%	84%	80%	81%	81%
Países Bajos	82%	81%	82%	81%	81%	80%	80%	79%	78%	79%	78%	77%	77%	76%	76%
Austria	77%	76%	76%	76%	77%	75%	73%	73%	74%	73%	73%	72%	71%	70%	70%
Portugal	84%	82%	81%	81%	81%	80%	80%	78%	77%	74%	75%	75%	74%	71%	70%
Finlandia	65%	63%	61%	61%	60%	58%	57%	57%	57%	56%	56%	54%	56%	54%	55%
Suecia	63%	60%	59%	59%	59%	59%	59%	60%	61%	60%	58%	57%	56%	57%	58%
Reino Unido	61%	59%	60%	61%	59%	59%	57%	63%	58%	56%	55%	53%	50%	50%	44%

Fuente: Eurostat

Figura A.7. Peso del comercio respecto al PIB. Zona euro 1992-2013

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Austria	78%	85%	88%	87%	86%	91%	94%	98%	101%	102%	87%	98%	105%	105%	103%
Bélgica	124%	142%	139%	135%	132%	137%	144%	148%	151%	158%	136%	151%	162%	164%	164%
Dinamarca	73%	83%	84%	84%	81%	82%	89%	97%	100%	104%	89%	93%	100%	103%	103%
Zona Euro	62%	70%	69%	66%	65%	68%	71%	75%	77%	78%	67%	75%	81%	82%	82%
Finlandia	66%	75%	70%	69%	68%	71%	77%	82%	83%	87%	71%	76%	79%	81%	77%
Francia	49%	55%	54%	52%	50%	51%	53%	55%	56%	57%	50%	54%	58%	58%	58%
Alemania	53%	61%	62%	61%	62%	66%	71%	77%	79%	81%	71%	79%	85%	86%	85%
Grecia	48%	58%	56%	51%	48%	50%	51%	53%	57%	60%	48%	53%	58%	61%	63%
Irlanda	160%	178%	178%	165%	146%	146%	145%	144%	146%	152%	159%	174%	175%	191%	190%
Italia	45%	50%	50%	48%	46%	48%	49%	53%	55%	55%	46%	52%	56%	56%	55%
Luxemburgo	241%	270%	274%	260%	257%	282%	298%	322%	342%	350%	303%	328%	337%	353%	371%
Países Bajos	118%	128%	123%	116%	114%	119%	125%	130%	133%	136%	120%	136%	146%	155%	156%
Portugal	63%	67%	65%	62%	60%	63%	63%	68%	70%	72%	61%	67%	73%	75%	78%
España	55%	60%	58%	55%	53%	54%	54%	56%	57%	56%	46%	52%	58%	59%	60%
Suecia	76%	82%	81%	78%	76%	79%	85%	89%	90%	93%	83%	87%	89%	88%	83%
Reino Unido	52%	55%	55%	53%	52%	52%	54%	58%	54%	58%	56%	60%	63%	63%	62%

Fuente : Banco Mundial

Figura A.8. Evolución del déficit de las administraciones públicas respecto al PIB. Zona euro 1992-2013

	1,999	2,000	2,001	2,002	2,003	2,004	2,005	2,006	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014
Estados Unidos	0.0%	0.8%	-1.4%	-4.7%	-5.9%	-5.4%	-4.2%	-3.0%	-3.6%	-7.0%	-12.7%	-12.0%	-10.6%	-8.9%	-5.6%	-4.9%
Japón	-7.1%	-7.5%	-6.0%	-7.7%	-7.7%	-6.0%	-4.8%	-1.3%	-2.1%	-1.9%	-8.8%	-8.3%	-8.8%	-8.7%	-8.5%	-7.7%
Alemania	-1.5%	1.0%	-3.1%	-3.9%	-4.1%	-3.7%	-3.3%	-1.6%	0.3%	0.0%	-3.0%	-4.1%	-0.9%	0.1%	0.2%	0.4%
Austria	-2.6%	-2.1%	-0.6%	-1.4%	-1.7%	-4.8%	-2.5%	-2.5%	-1.3%	-1.5%	-5.3%	-4.5%	-2.7%	-2.3%	-1.5%	-2.9%
Bélgica	-0.6%	-0.1%	0.2%	0.1%	-1.8%	-0.2%	-2.6%	0.3%	0.1%	-1.1%	-5.5%	-4.0%	-3.9%	-4.1%	-2.9%	-3.2%
Dinamarca	0.9%	1.9%	1.1%	0.0%	-0.1%	2.1%	5.0%	5.0%	5.0%	3.2%	-2.8%	-2.7%	-2.1%	-3.7%	-1.1%	1.9%
España	-1.3%	-1.0%	-0.6%	-0.4%	-0.4%	0.0%	1.2%	2.2%	2.0%	-4.4%	-11.0%	-9.4%	-9.4%	-10.3%	-6.8%	-5.6%
Finlandia	1.7%	6.9%	5.0%	4.1%	2.4%	2.2%	2.6%	3.9%	5.1%	4.2%	-2.5%	-2.6%	-1.0%	-2.1%	-2.4%	-2.7%
Francia	-1.6%	-1.3%	-1.4%	-3.1%	-3.9%	-3.5%	-3.2%	-2.3%	-2.5%	-3.2%	-7.2%	-6.8%	-5.1%	-4.9%	-4.1%	-4.3%
Grecia								-6.1%	-6.7%	-9.9%	-15.3%	-11.1%	-10.1%	-8.6%	-12.2%	-2.5%
Países Bajos	0.3%	1.9%	-0.4%	-2.1%	-3.1%	-1.8%	-0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	-5.5%	-5.1%	-4.3%	-4.0%	-2.3%	-2.8%
Irlanda	2.4%	4.8%	0.9%	-0.3%	0.4%	1.4%	1.6%	2.8%	0.2%	-7.0%	-13.9%	-32.4%	-12.6%	-8.1%	-5.7%	-3.9%
Italia	-1.8%	-1.3%	-3.4%	-3.1%	-3.4%	-3.6%	-4.2%	-3.6%	-1.5%	-2.7%	-5.3%	-4.2%	-3.5%	-3.0%	-2.8%	-3.1%
Luxemburgo	3.5%	5.7%	6.0%	2.3%	0.6%	-1.0%	0.2%	1.4%	4.2%	3.3%	-0.5%	-0.6%	0.3%	0.1%	0.6%	0.5%
Portugal	-3.0%	-3.2%	-4.8%	-3.3%	-4.4%	-6.2%	-6.2%	-4.3%	-3.0%	-3.8%	-9.8%	-11.2%	-7.4%	-5.5%	-4.9%	-4.6%
Reino Unido	0.8%	1.2%	0.4%	-2.1%	-3.4%	-3.6%	-3.5%	-2.9%	-3.0%	-5.1%	-10.8%	-9.6%	-7.6%	-8.3%	-5.8%	-5.5%

Fuente: Banco de España

Figura A.9. Distribución de las titulaciones por tipo de activo titulado

	Total Emisión cédulas y Titulización	Total Cédulas	Total Titulización	MICH	FTA, Hipotecario	Fondo de Titulización Hipotecaria	Promotores	PYMES y Empresas	Grandes empresas	MICH Territoriales	Bonos de tesorería	Deuda subordinada	Creditos a AAPP	Consumo	Auto	Otros
1993	241		241			241	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1994	574		574			574	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1995	571		571			571	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1996	1 690	380	1 310	-		18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1 292
1997	821	116	705	-		705	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1998	3 870	-	3 870	-		3 870	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1999	11 035	4 583	6 452	-		6 452	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2000	9 599	2 293	7 306	-	847	2 605	-	1 537	1 113	-	-	-	1 205	-	-	-
2001	15 387	3 590	11 797	4 548	1 356	5 113	-	550	-	-	-	-	-	231	-	-
2002	30 423	11 620	18 803	3 500	4 247	6 776	320	3 110	-	-	-	-	-	-	850	-
2003	58 045	21 300	36 745	10 650	11 832	5 030	-	6 253	-	1 400	-	-	-	1 280	-	300
2004	73 375	22 850	50 525	18 685	13 967	4 890	475	8 964	-	-	-	-	1 850	235	1 000	458
2005	103 084	34 040	69 044	24 280	22 314	6 850	730	9 471	556	665	1 180	-	-	-	1 000	1 998
2006	135 703	44 095	91 608	25 670	34 663	4 300	-	18 331	-	-	1 450	298	-	5 527	1 360	8
2007	178 547	36 920	141 627	26 655	57 550	4 740	-	30 230	-	-	-	-	-	3 592	2 840	16 021
2008	151 243	15 990	135 253	34 400	63 615	800	-	22 517	1 682	450	765	-	-	6 459	1 485	3 080
2009	119 224	37 573	81 651	15 078	24 706	817	-	28 128	2 158	965	2 559	-	-	3 725	1 916	1 600
2010	98 572	35 311	63 261	17 610	18 425	-	-	9 550	748	-	-	-	-	1 375	689	14 865
2011	160 540	92 130	68 410	2 350	11 349	2 100	-	31 983	773	-	-	-	-	4 359	1 541	13 956
2012	136 244	112 444	23 800	1 000	2 269	-	-	12 471	-	-	-	-	-	1 000	1 225	5 835
2013	62 107	33 514	28 593		7 204	-	-	9 510	-	-	-	-	-	-	1 167	10 712
2014	26 108	20 403	5 705		1 495	-	-	2 360	-	-	-	-	-	-	-	1 850

Source: CNMV, AIAP

Figura A.10. Deuda del Estado distribuida por tenedores. Porcentaje sobre el total. España 2001-2014

	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
Entidades de crédito	36%	35%	41%	34%	31%	27%	29%	30%	33%	28%	36%	36%	32%	35%
No residentes	40%	43%	37%	43%	45%	49%	46%	45%	45%	46%	35%	36%	41%	41%
Entidades de seguro	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	4%	4%	5%	7%	7%	8%	8%
Fondos de pensiones	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	3%	3%	2%	2%
Fondos de inversión	7%	6%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	5%	4%	4%	4%
Otras Inst. Financieras	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Empresas no financieras	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Personas físicas	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Administraciones públicas	1%	2%	4%	6%	7%	7%	8%	10%	10%	12%	11%	11%	9%	8%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Tesoro

Figura A.11. Aportaciones de capital del FROB y del FGD a entidades financieras con efecto en el déficit público

	T.I	T.II	T.III	T.IV	Total anual	% del PIB
2010	-	-	-	392	392	-0.04%
2011	-	-	-	5 137	5 137	-0.48%
2012	998	4 465	4 500	29 105	39 068	-3.70%
2013(P)	-	2 774	2 048	75	4 897	-0.47%
2014(A)	-	-	767	437	1 204	-0.11%
Total Ayudas					50 698	-4.79%

Fuente: IGAE. Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos

Figura A.12. Cuadro de reestructuración del Sistema Financiero Español

Entidad resultante	Entidades integrantes	Total Ayudas en efectivo (Millones de Euros)	Ayudas contingentes	Comentario
BBVA	BBVA			
	UNIM: Caixa Sabadell, Caixa Terrasa, Caixa Manlleu	953		Unnim, controlada por el FROB, fue adjudicada a BBVA en marzo de 2012. Los 953 millones del FGD compensan los 948 millones invertidos previamente por el FROB, una vez capitalizados los intereses devengados de las participaciones preferentes.
Bankinter				
Caixabank	La Caixa + Caixa Girona Banca Cívica: Caja Navarra, Caja canarias Caja sol + Caja Guadalajara Banco de Valencia	6 477	72,5% de pérdidas tras provisiones en cartera de autónomos y pymes, y avales y otros compromisos	Banca Cívica se integra finalmente en Caixabank y desaparece la marca. Está previsto que las participaciones preferentes suscritas por el FROB en Banca Cívica sean reembolsadas por el Grupo Caixa. Banco de Valencia, intervenido por el Banco de España en noviembre de 2011, fue adjudicado a Caixabank por el FROB en diciembre de 2012.
Kutxabank	BBK-Cajasur Caja Vital/Kutxa		Hasta 392 M€	Cajasur fue intervenida por el Banco de España en mayo de 2010, tras fracasar su intento de fusión con Unicaja. Adjudicada a BBK en julio de 2010 con un EPA de 392 millones del FROB.
Sabadell	Sabadell CAM	5 249	80% de pérdidas tras provisiones en activos determinados	CAM fue intervenida por el FROB el 22-07-11 y adjudicada a Banco Sabadell el 7/12/11. Los 5.249 millones del FGD de inyección de capital incluyen los 2.800 M€ comprometidos previamente por el FROB.
Grupo Santander				Santander anuncia la absorción de Banesto, perteneciente al Grupo Santander, en diciembre de 2012.
Unicaja				
Banco Popular	Banco Popular + Banco Pastor			
Ibercaja Banco	Ibercaja Caja 3: CAI, Caja Circulo de Burgos, Caja Badajoz	407		En proceso: de culminarse la operación de integración con Ibercaja, Caja 3 pasará a ser una filial participada al 100% por Ibercaja Banco y, tras la plena integración comercial y operacional de las entidades, se llevará a cabo su fusión. La ayudas del MEDE son en forma de CoCos.
Banco Ceiss	Caja España Caja Duero	1 129		La ayudas del MEDE son en forma de capital. Una vez completada la recapitalización, que conlleva implícitamente dejar sin valor las participaciones preferentes suscritas por el FROB, éste pasará a ser accionista mayoritario de Banco Ceiss y procederá a su reestructuración y venta.
Banco Mare Nostrum	Caja Murcia, Caixa Penedés, Sa Nostra, Caja Granada	1 645		Se prevé la cotización de la entidad antes de que finalice 2017 como medida para facilitar la recuperación de ayudas públicas.
Liberbank	Cajastur-CCM Caja Cantabria, Caja Extremadura	1 774	Hasta 2.475 Millones €	CCM fue intervenida en marzo de 2009 por el Banco de España y adjudicada a Cajastur en noviembre de 2009. Los 1.650 M€ de saneamientos de capital del FGD corresponden a sumas invertidas en el saneamiento cuya recuperación depende de la realización de activos recibidos en dación por valor contable de 1.097 M€, distintos a los cubiertos por el EPA. En la primera fase de la reestructuración, formaban parte de un SIP en el que participaba CAM. Tras ser excluida del proyecto, CAM fue intervenida y, posteriormente, adjudicada a Banco de Sabadell.
Bankia-BFA	Caja Madrid, Bancaja, Caja Ávila, Caja Segovia, Caja Rioja, Caixa Laietana, Caja Insular de Canarias	22 424		Los primeros 4.465 millones en preferentes fueron convertidos en acciones ordinarias a petición del Consejo de Administración de BFA en mayo de 2012. Los 17.959 millones del MEDE en forma de capital, comprenden 4.500 millones adelantados por el FROB en septiembre de 2012 para restablecer la situación de capital regulatorio del grupo.
Catalunya Bank	Caixa Catalunya, Caixa Tarragona, Caixa Manresa	12 052		Controlada por el FROB. Los primeros 1.250 M€ de participaciones preferentes fueron convertidos en 18 de diciembre de 2012 en acciones ordinarias.
Abanca	Caixa Galicia, CaixaNova Banco Echeverría	9 052		Controlada por el FROB. Los primeros 1.162 M€ de participaciones preferentes fueron convertidos en 26 de diciembre de 2012 en acciones ordinarias.

Fuente: BdE

Apéndice II- Acrónimos

BCE: Banco Central Europeo.

BdE: Banco de España.

BRRD: *Bank Restructuring and Resolution Directive* o Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria.

CCBM: Correspondent Central Banking Model.

CBPP: Covered Bond Purchase Program.

CDS: *Credit Default Swaps* o Seguro de impago sobre un bono.

CDO: *Collateralised Debt Obligation* o Titulización de Títulos de Deuda.

CECA: Comunidad Económica del Carbón y del Acero.

CEE: Comunidad Económica Europea.

CLU: Costes laborales unitarios.

DRC: Directiva sobre requisitos de capital.

ECAF: *European Credit Assetment Framework*, o sistema de evaluación del crédito.

ECU: Unidad de Cuenta Europea.

EFSF: *European Financial Stability Facility*.

ESM: *European Stability Mechanism*.

FECOM: Fondo Europeo de Cooperación Monetaria.

FED: Reserva Federal de los Estados Unidos.

FGD: Fondo de Garantía de Depósitos.

FROB: Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

FUR: Fondo Único de Resolución.

IDR: *Issuer Default Rate* o rating de un emisor de bonos.

IME: Instituto Monetario Europeo.

INE: Instituto Nacional de Estadística.

LTRO: Long-term Refinancing Operations o Operaciones de descuento a largo plazo.

LTV: *Loan to value*. Relación entre el valor del bien o bienes hipotecados y el préstamo hipotecario que pesa sobre él o ellos.

MARF: Mercado Alternativo de Renta Fija

MEDE: Mecanismo Europeo de Estabilidad.

MUR: Mecanismo Único de Resolución.

MUS: Mecanismo Único de Supervisión.

MoU: *Memorandum of Understanding*.

MTC: Mecanismo de Tipos de Cambio.

OMT: Outright Monetary Transactions.

ORS: Otros sectores residentes.

PEC: Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

PSPP: Public Sector Purchase Program.

QE: Quantitative Easing.

RMBS: *residential mortgages back securities* o Titulizaciones de hipotecas residenciales.

RRC: Reglamento sobre requisitos de capital.

SAREB: Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria.

SEBC: Sistema Europeo de Bancos Centrales.

SME: Sistema Monetario Europeo.

TCER: Tipo de cambio efectivo real.

UE: Unión Europea.

UEM: Unión Económica y Monetaria.

Apéndice III- Índice de tablas y gráficos

1- EL DEBATE DEL TIPO DE CAMBIO ÓPTIMO Y LAS ÁREAS MONETARIAS.....	17
FIGURA 1.1. EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA AGREGADA ANTE UN DESEQUILIBRIO ASIMÉTRICO EN AUSENCIA DE UN PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA.	44
FIGURA 1.2. SITUACIÓN DE EQUILIBRIO. PAÍS A.	51
FIGURA 1.3. SITUACIÓN DE EQUILIBRIO. PAÍS B.	51
FIGURA 1.4. PRESIONES INFLACIONISTAS. PAÍS A.	52
FIGURA 1.5. SHOCK DE DEMANDA. PAÍS B.	53
FIGURA 1.6. VUELTA AL EQUILIBRIO. PAÍS A.	53
FIGURA 1.7. VUELTA AL EQUILIBRIO. PAÍS B.	54
FIGURA 1.8. VUELTA AL EQUILIBRIO POR AUMENTO DE TIPOS DE INTERÉS. PAÍS A.	68
FIGURA 1.9. DESEQUILIBRIO POR AUMENTO DE TIPOS DE INTERÉS. PAÍS B.	68
2- DE LA UNIÓN COMERCIAL A LA MONETARIA. LA FORMACIÓN DE UNA UNIÓN MONETARIA NO ÓPTIMA E INCOMPLETA.....	73
FIGURA 2.1. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS AL CONSUMO. UEM. VARIACIÓN INTERANUAL. 1991-2015 ..	85
FIGURA 2.2. CRECIMIENTO DEL PIB ZONA EURO, REINO UNIDO, SUECIA Y ECONOMÍAS AVANZADAS. 1999-2014.....	87
FIGURA 2.3. TASA DE PARO. UEM, ESTADOS UNIDOS, OCDE, JAPÓN, REINO UNIDO. 1977-2014.....	88
FIGURA 2.4. CONVERGENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA RESPECTO A LA UEM Y LA UE. 1999-2013	90
FIGURA 2.5. PESO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES A LA UEM Y A LA UE SOBRE EL TOTAL. ESPAÑA 1991-2014.....	92
FIGURA 2.6. SALDO COMERCIAL. ESPAÑA 1991-2014.....	93
FIGURA 2.7. USO DEL TIPO DE INTERÉS VARIABLE EN LA SUSCRIPCIÓN DE HIPOTECAS RESIDENCIALES. VARIOS PAÍSES DE LA UEM 2014.....	108
FIGURA 2.8. EMISIONES DE TITULIZACIÓN. EUROPA 1993-2014.....	111
2.9 DIFERENCIALES DE INFLACIÓN. UEM 1980-2008.....	122
FIGURA 2.10. ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD 1999=100. ESPAÑA 1999-2014.....	123
FIGURA 2.11. PESO DEL COMERCIO SOBRE EL PIB. ZONA EURO 1960-2013.....	126
FIGURA 2.12. TASA DE APERTURA 1998 VS 2013	127
FIGURA 2.13. CORRELACIÓN CON EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ALEMANA. UEM 1999-2014.....	130
FIGURA 2.14. MATRIZ DE CORRELACIÓN DEL NIVEL DE DESEMPLEO. UEM 1999-2014	132
3- DE LA FIJACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO A LA BURBUJA INMOBILIARIA; LA UEM COMO FACTOR EXPLICATIVO	135

FIGURA 3.1. ENTRADAS, SALIDAS Y VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO CENTRALES BILATERALES EN EL SME 1979-1998.....	143
FIGURA 3.2. DESVIACIÓN TÍPICA DE LAS VARIACIONES INTERANUALES DEL TIPO DE CAMBIO RESPECTO AL ECU. MONEDAS DE LOS FUTUROS MIEMBROS DE LA UEM. 1991-1999	144
FIGURA 3.3. RELACIÓN ENTRE LA VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y EL TIPO DE INTERÉS. UEM 1994-1999.....	145
FIGURA 3.4. TIPOS APLICADOS POR LOS BANCOS CENTRALES. OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN. 1984-2000	148
FIGURA 3.5. MERCADO INTERBANCARIO. DEPÓSITOS A 1 DÍA. 1980-1998	150
FIGURA 3.6. TIPOS DE INTERÉS. OPERACIONES VIVAS. ENTIDADES DE DEPÓSITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. ESPAÑA 1993-2013.....	151
FIGURA 3.7. RELACIÓN ENTRE EL COSTE DEL CRÉDITO Y EL VOLUMEN DE CRÉDITO. ESPAÑA 1982-2005 ..	154
FIGURA 3.8. RELACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS A LA COMPRA DE VIVIENDA LIBRE Y EL VOLUMEN DE CRÉDITO HIPOTECARIO CON FINES RESIDENCIALES. ESPAÑA 1992-2005.....	155
FIGURA 3.9. RELACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS A LAS ACTIVIDADES PRODUCTIVAS Y EL VOLUMEN DE CRÉDITO DESTINADO A ÉSTAS. ESPAÑA 1992-2005.....	156
FIGURA 3.10. RELACIÓN ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS AL CONSUMO Y EL VOLUMEN DE CRÉDITO HIPOTECARIO PARA CONSUMO DURADERO. ESPAÑA 1992-2005	156
FIGURA 3.11. CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. PROYECCIONES DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DE ACUERDO A LA ETAPA ANTERIOR DE EXPANSIÓN CREDITICIA. ESPAÑA 1962-2014	159
FIGURA 3.12. RELACIÓN ENTRE EL CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES Y EL PIB A PRECIOS CORRIENTES. ESPAÑA 1980-1998.....	160
FIGURA 3.13. RELACIÓN ENTRE EL CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES Y EL PIB A PRECIOS CORRIENTES. ESPAÑA 1980-2007.....	161
FIGURA 3.14. CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES Y PIB A PRECIOS CORRIENTES.ESPAÑA 1980-2014	162
FIGURA 3.15. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO. ESPAÑA 1995-2014.....	165
FIGURA 3.16. RELACIÓN ENTRE CRÉDITO HIPOTECARIO Y PRECIOS DE LA VIVIENDA. ESPAÑA 1989-2014 .	166
FIGURA 3.17. ESFUERZO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA. ESPAÑA 1995-2014	168
FIGURA 3.18. ESFUERZO EN AÑOS DE INGRESOS BRUTOS PARA LA COMPRA DE VIVIENDA. ESPAÑA 1995-2014	169
FIGURA 3.19. EMISIONES DE TITULIZACIÓN. COMPARACIÓN ENTRE VARIOS PAÍSES DE LA ZONA EURO Y ESTADOS UNIDOS 1985-2013.....	174
FIGURA 3.20. RELACIÓN ENTRE LA FORMACIÓN DE LA UEM Y EL DESARROLLO DE LA FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA	175
FIGURA 3.21. SALDO VIVO DE LOS INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO. ESPAÑA 1996-2014	176
FIGURA 3.22. MERCADOS PRIMARIOS DE RENTA FIJA. EMISIÓN NETA EN EUROS. ESPAÑA 1990-2014	177

FIGURA 3.23. MARGEN DE EMISIÓN DE LOS BONOS DE TITULIZACIÓN Y CÉDULAS HIPOTECARIAS. ESPAÑA 1984-2013	179
FIGURA 3.24. EMISIONES DE TITULIZACIÓN SUSCRITAS EN MERCADOS EXTRANJEROS. ESPAÑA 1993-2014	180
FIGURA 3.25. SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y EMISIONES DE BONOS DE TITULIZACIÓN. ESPAÑA 1993-2014.....	181
FIGURA 3.26. RELACIÓN ENTRE EL INCREMENTO NETO DEL CRÉDITO Y LA EMISIÓN DE BONOS DE FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA. ESPAÑA 1993-2007	183
FIGURA 3.27. EMISIONES CON Y SIN RESPALDO HIPOTECARIO. 1993-2013	184
FIGURA 3.28. CARTERAS SUBYACENTES A LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS ESPAÑOLAS POR INSTITUCIÓN Y TIPO DE ACTIVO. ESPAÑA 2013.....	186
FIGURA 3.29. RELACIÓN ENTRE EL INCREMENTO NETO DEL CRÉDITO RESIDENCIAL Y LA EMISIÓN DE BONOS DE FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA CON HIPOTECAS A PARTICULARES COMO COLATERAL. ESPAÑA 1993-2007	187
FIGURA 3.30. RELACIÓN ENTRE EL INCREMENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA Y LAS EMISIONES DE TITULIZACIÓN RESIDENCIAL HIPOTECARIA. ESPAÑA 1993-2007.....	188
4- DEL ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA A LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA, EL PAPEL DE LA UEM	191
FIGURA 4.0 EMISIONES DE TITULIZACIÓN NO RETENIDAS Y COLOCACIONES EN MERCADOS EXTRANJEROS. ESPAÑA 2007-2014.....	195
FIGURA 4.1. NÚMERO DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS FORMALIZADOS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA. ESPAÑA 2003-2014.....	196
FIGURA 4.2. VIVIENDAS INICIADAS Y TRANSACCIONES DE COMPRAVENTA DE VIVIENDA NUEVA. ESPAÑA 2004-2014.....	197
FIGURA 4.3. EVOLUCIÓN DEL STOCK DE VIVIENDA NUEVA SIN VENDER. ESPAÑA 2004-2013.....	198
FIGURA 4.4. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA, VARIOS ÍNDICES. ESPAÑA 1995-2014	199
FIGURA 4.5. CONTRIBUCIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN AL PIB. ESPAÑA, 1998-2013	200
FIGURA 4.6. CONTRIBUCIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN AL EMPLEO. ESPAÑA 1995-2013	201
FIGURA 4.7. ENTIDADES DE CRÉDITO. RATIO DE DUDOSIDAD. ESPAÑA 1998-2014.....	202
FIGURA 4.8. CALIDAD DE LOS ACTIVOS EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL. ACTIVOS DUDOSOS. ESPAÑA 1999-2014.....	203
FIGURA 4.9. EFECTO DE LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA EN EL DÉFICIT PÚBLICO. IRLANDA Y ESPAÑA 2006-2014.....	208
FIGURA 4.10. EFECTO DE LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA EN LOS DIFERENCIALES DE DEUDA. ESPAÑA 2010-2015	209
FIGURA 4.11. COSTES DE EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO. PAÍSES CENTRALES VS PERIFÉRICOS DEL EURO. 1986-2013.....	211

FIGURA 4.12. DESVIACIÓN TÍPICA DEL CDS A 5 AÑOS DE LOS BONOS SOBERANOS. PAÍSES DEL EURO 2003-2014.....	212
FIGURA 4.13. PRIMA DE RIESGO DEL BONO SOBERANO. ESPAÑA 1993-2014.....	213
FIGURA 4.14. RENDIMIENTO DEL BONO SOBERANO A DIEZ AÑOS. ESPAÑA Y ALEMANIA 1993- 2014	214
FIGURA 4.15. DEUDA EXTERNA EN RELACIÓN AL PIB. PAÍSES DE LA ZONA EURO 2007-2014.....	216
FIGURA 4.16. DÉFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. PAÍSES CENTRALES Y PERIFÉRICOS DEL EURO 2006-2014	217
FIGURA 4.17. INGRESOS Y GASTOS. ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. ESPAÑA 1995-2014	218
FIGURA 4.18. RELACIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO Y EL DÉFICIT PÚBLICO. PAÍSES DE LA ZONA EURO 1997-2007	219
FIGURA 4.19. RELACIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO Y EL DÉFICIT PÚBLICO. PAÍSES DE LA PERIFERIA EUROPEA 2008-2014	221
FIGURA 4.20. RELACIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO Y EL DÉFICIT PÚBLICO. ESPAÑA 2008-2014.....	221
FIGURA 4.21. DÉFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. PAÍSES DE LA PERIFERIA EUROPEA VS JAPÓN, REINO UNIDO Y ESTADOS UNIDOS 2006-2014.....	222
FIGURA 4.22. EVOLUCIÓN DE LOS RATINGS SOBERANOS. PAÍSES PERIFERICOS DEL EURO 1995-2014	224
FIGURA 4.23. RELACIÓN ENTRE LOS CDR Y RATING DEL BONO SOBERANO. ESPAÑA 2008-2014	225
FIGURA 4.24. EVOLUCIÓN DE LOS COUNTRY CEILING. PAÍSES PERIFÉRICOS DEL EURO 2008-2014.....	226
FIGURA 4.25. SALDO VIVO DE LAS OPERACIONES DE DESCUENTO EN EL BCE. TOTAL EUROZONA 2006-2014	232
FIGURA 4.26. OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO. BCE 2011-2014	232
FIGURA 4.27. USO DE LAS FACILIDADES DE DESCUENTO DEL BCE. PAÍSES CENTRALES Y PERIFERICOS DEL EURO 2007-2014	233
FIGURA 4.28. IMPACTO DE LAS INTERVENCIONES DEL BCE EN LA PRIMA DE RIESGO. ESPAÑA 2010-2015	234
FIGURA 4.29. SALDO FISCAL DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. ESPAÑA 1995-2014.....	235
FIGURA 4.30. OPERACIONES DE DESCUENTO EN EL BCE. ESPAÑA 2007-2014	237
FIGURA 4.31. CRÉDITO PARA FINANCIACIÓN DE ACTIVIDADES PRODUCTIVAS. ESPAÑA 1992-2014	238
FIGURA 4.32. EMPRESAS CONCURSADAS POR ACTIVIDAD ECONÓMICA PRINCIPAL (CNAE-09). ESPAÑA 2004-2013.....	239
FIGURA 4.33. DEUDA DEL ESTADO DISTRIBUIDA POR TENEDORES. ESPAÑA 2001-2014.....	240
FIGURA 4.34. OPERACIONES DE DESCUENTO EN EL EUROSISTEMA Y DEUDA PÚBLICA EN MANOS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS. ESPAÑA 2009-2014	241
FIGURA 4.35. TIPO MEDIO DE LAS OPERACIONES DE DESCUENTO EN EL EUROSISTEMA Y DE LA DEUDA PÚBLICA EN MANOS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS. ESPAÑA 2009-2014.....	242
FIGURA 4.36. PRESUPUESTO DE LA UE EN ESPAÑA 2007-2013.....	245
FIGURA 4.37. DÉFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. ESTADOS UNIDOS, JAPÓN, REINO UNIDO Y LA UEM 2008-2014	248

FIGURA 4.38. TASA DE PARO. ESTADOS UNIDOS, JAPÓN, REINO UNIDO Y LA UEM 2008-2014.....	248
FIGURA 4.39. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARO. ESPAÑA 2000-2014.....	251
FIGURA 4.40. FLUJO DE EMIGRACIÓN ESPAÑOLA EN EDAD DE TRABAJAR POR DESTINO. ESPAÑA 2008-2014	253
FIGURA 4.41. INCREMENTO NETO DEL PARO REGISTRADO Y EVOLUCIÓN DE LOS CLU. ESPAÑA 1996-2014	254
FIGURA 4.42. SALDO EXTERIOR. ESPAÑA 1995-2014.....	255
5- CONCLUSIONES	257
APÉNDICES	269
FIGURA A.1. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS AL CONSUMO, ZONA EURO 1996-2014.....	271
FIGURA A.2. VARIACIÓN ANUAL DEL PIB A PRECIOS CONSTANTES, ZONA EURO 1996-2014	273
FIGURA A.3. TASA DE DESEMPLEO, 1999-2014	275
FIGURA A.4. TASA DE ACTIVIDAD, 1999-2014	275
FIGURA A.5. RENTA PER CÁPITA PRECIOS CONSTANTES. ZONA EURO 1999-2014.....	277
FIGURA A.6. PESO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES A LOS PAÍSES DE LA UE (28) SOBRE EL TOTAL GLOBAL.	279
FIGURA A.7. PESO DEL COMERCIO RESPECTO AL PIB. ZONA EURO 1992-2013.....	281
FIGURA A.8. EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESPECTO AL PIB. ZONA EURO 1992-2013	283
FIGURA A.9. DISTRIBUCIÓN DE LAS TITULIZACIONES POR TIPO DE ACTIVO TITULIZADO	285
FIGURA A.10. DEUDA DEL ESTADO DISTRIBUIDA POR TENEDORES. PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL. ESPAÑA 2001-2014	287
FIGURA A.12. CUADRO DE REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL	288
BIBLIOGRAFÍA	297

Bibliografía

- Acharya, V. & Steffen, S. (2015). The “greatest” carry trade ever? Understanding eurozone bank risks. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 215-236.
- Afxentiou, P. C. (2000). Convergence, the Maastricht criteria, and their benefits. *The Brown Journal of World Affairs*, Volume VII, 245.
- Aglietta, M., & Brand, T. (2014). *Un new deal para Europa. Crecimiento, euro y competitividad*. Madrid: Traficantes de Sueños.
- Aixalá, J. (2002). Una historia del tipo de cambio de la peseta (1868-2002). *5campus.com, Economía Aplicada*. <http://www.5campus.com/leccion/peseta>.
- Alonso, F., & Blázquez, P. (2014). Carry trade y credit crunch en la economía española. *Papeles de Europa*, 26(2), 64-92.
- Alonso, F., & Cendejas, J. L. (2010). Convergencia real en la Unión Europea ampliada. *Papeles de Europa*, 20, 20-42.
- Andersson, M., Masuch, K., & Schiffbauer, M. (2009). Determinants of inflation and Price level Differentials across the euro area countries. *ECB Working Paper*, 1129, 1-40.
- Aristovnik, A. & Meze, M. (2010). The Economic and Monetary Union’s effect on (international) trade: the case of Slovenia before euro adoption. *William Davidson Institute, Working Paper 982*, 1-21.
- Ayuso, J. (1991). *Intervenciones esterilizadas en el mercado de la peseta, 1978-1991*: Banco de España, Servicio de Estudios; Documento de Trabajo 9119.
- Ayuso, J. (1996). *Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio*: Banco de España, Servicio de Estudios, Estudios Económicos nº 56.
- Ayuso, J., Jurado, M. P., & Restoy, F. (1993). *Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME*: Banco de España, Servicio de Estudios; Documento de Trabajo nº 9307.

- Ayuso, J., Jurado, M. P., Restoy, F., & de España, B. (1993). *Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME*: Banco de España, Servicio de Estudios Documento de Trabajo 9307
- Ayuso, J., & Pérez, M. (1995). *Devaluaciones y expectativas de depreciación en el SME*: Banco de España, Servicio de Estudios; Documento de Trabajo nº 9531.
- Barrell, R., Gottschalk, S., Holland, D., Khoman, E., Liadze, I., & Pomerantz, O. (2008). The impact of EMU on growth and employment. Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- Barro, R. J. (1974). Are government bonds net wealth? *The Journal of Political Economy*, Vol. 82 No.6, 1095-1117.
- Baun, M. J. (1995). The Maastricht Treaty as High Politics: Germany, France, and European Integration. *Political Science Quarterly*, 605-624.
- Bayoumi, T., & Eichengreen, B. (1992). Shocking aspects of monetary unification, Working Paper No.92-187. *Department of Economics, UCB*, 1-40.
- BCE. (1998). La política monetaria única en la tercera etapa. *Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de la política monetaria del SEBC*.
- BCE. (2001). The economic policy framework in EMU. *ECB Monthly Bulletin*, November, 51.
- BCE. (2002). Protocolo sobre los estatutos del sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.
- BCE. (2008). Marco institucional y funcionamiento de la zona euro. *Boletín Mensual*, 10 º aniversario del BCE.
- BCE. (2010a). Reinforcing Economic Governance in the euro area. *Monthly Bulletin*, Junio.
- BCE. (2010b). The ECB response to the financial crisis. *Monthly Bulletin*, October
- BCE. (2011a). The European Stability Mechanism. *Monthly Bulletin*, July.

- BCE. (2011b). Recent Developments in Securitization. *Monthly Bulletin, February*.
- BCE. (2012a). The Benefits of EU's Single Financial Market Revisited in the Light of the Crisis. *Financial Integration in Europe, April*, 31-108.
- BCE. (2012b). Diferenciales de Inflación en la zona del euro durante la última década. *Boletín Mensual, Noviembre*.
- BCE. (2013). The Euro system Collateral Framework Throughout the Crisis. *ECB Monthly Bulletin*, 71-86.
- BCE. (2014a). Collateral Eligibility and availability. Follow –up to the report on “Collateral Eligibility Requirements – A comparative Study across Specific Frameworks”. [Press release]
- BCE. (2014b). Correspondent Central Banking Mode. Procedures for Eurosystem Counterparties. [Press release]
- BCE. (2014c). ECB Announces Details of its new Covered Bonds Purchase program (CBPP3) [Press release]
- BCE. (2014d). Guía De Supervisión Bancaria.
- BdE. (2012). Circular n.º 6/2012: BOE de 2 de octubre de 2012.
- Beetsma, R. M., De Jong, F., Giuliodori, M., & Widijanto, D. (2014). The impact of news and the SMP on realized covariances in the eurozone Sovereign debt market. *ECB, Working paper series No. 1629*.
- Beirne, J., & Fratzscher, M. (2013). The pricing of sovereign risk and contagion during the European sovereign debt crisis. *Journal of International Money and Finance*, 34, 60-82.
- Bekaert, G., Ehrmann, M., Fratzscher, M., & Mehl, A. J. (2011). Global crises and equity market contagion. *National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 17121*.
- Berk, J. M., & Swank, J. (2002). Regional Price Adjustment in a Monetary Union. The case of EMU. *Tinbergen Institute, Working Paper No. 2002-077/2*, 1-14.

- Bohn, F. (2004). Monetary union and the interest-exchange rate trade-off. *Open economies review*, 15(2), 111-141.
- Borsi, M. T., & Metiu, N. (2013). The evolution of economic convergence in the European Union. *Empirical Economics*, 48, 1-25.
- Brooke, M., Clare, A., & Lekkos, I. (2000). A comparison of long bond yields in the United Kingdom, the United States, and Germany. *Bank of England Quarterly Bulletin*, February.
- Broz, T. (2005). Optimum Currency Areas: A Literature Review. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 104, 52-78.
- Buiter, W. H., Corsetti, G. M., & Pesenti, P. A. (1997). Interpreting the ERM crisis: country-specific and systemic issues.
- Bukowski, S. I. (2006). The Maastricht convergence criteria and economic growth in the EMU. *Quaderni del Dipartimento di Economia, Finanza e Statistica*, 24, 1-16.
- Bustelo, P. (2004). Las crisis financieras en Asia y en Argentina: un análisis comparado. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, Nº. 816, 61-74.
- Calvo, G. A. (1988). Servicing the public debt: The role of expectations. *The American Economic Review*, 78, 647-661.
- Calvo, G. A. (1998). Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35-54.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2000). Fear of floating. *National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7993*, 1-64.
- Casado, J. C., Campoy, J. A., & Chuliá, C. (1995). *La regulación financiera española desde la adhesión a la Unión Europea*. Banco de España, Servicio de Estudios.
- Cavero, T., & Poinasamy, K. (2013). *A cautionary tale: the true cost of austerity and inequality in Europe* (Vol. Briefing Papers 174): Oxfam International.

- Cesaratto, S. (2012). Controversial and novel features of the Eurozone crisis as a balance of payment crisis *Post-Keynesian Views of the Crisis and Its Remedies*. (Vol. Quaderni del Risparmio di Economía Política e Statistica, pp. 111-129): Università degli Studi di Siena.
- Coeurdacier, N., & Martin, P. (2007). The geography of asset trade and the euro: Insiders and outsiders. *CEPR, Discussion Paper 6032*(2).
- Collignon, S. (2013). European monetary union, competitiveness and nominal exchange rates. <http://www.stefanollignon.de/PDF/EMU-competitiveness-exchange-rates.pdf>.
- Comisión Europea (1990). One Market One Money - an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union. *European Economy*, 44, 68.
- Comisión Europea. (2007). Una Europa una Moneda: El camino hacia el euro.
- Comisión Europea. (2008). Assessing the first 10 years: catching-up within the euro area. *Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union*, 106 - 115.
- Constancio, V. (2012). Contagion and the European debt crisis. *Financial Stability Review*, 16, 109-121.
- Corden, W. M. (1972). *Monetary integration* (Vol. No. 93). International Finance Section, Princeton University Press.
- Curatola, G., Donadelli, M., Gioffré, A., & Grüning, P. (2014). Austerity, Fiscal Uncertainty, and Economic Growth: Insights from Fiscally Weak EU Countries. *SAFE Working Paper No. 56*.
- Cwik, M. (1993). La Unión Económica y monetaria y el Tratado de Maastricht o un Rápido Vistazo de la UEM. Comisión europea DG.
- Christodouloupoulou, S. (2014). The effect of currency unions on business cycle correlations: the EMU case. *Empirica*, 41(2), 177-222.

- De Grauwe, P. (2011). *Managing a fragile Eurozone*. Paper presented at the CESifo Forum.
- De Grauwe, P. (2012). *Economics of monetary union*: Oxford University Press.
- De Grauwe, P., & Ji, Y. (2013a). The legacy of austerity in the Eurozone. *CEPS Commentary*, 4, 1-6.
- De Grauwe, P., & Ji, Y. (2013b). *More evidence that financial markets imposed excessive austerity in the eurozone*. Centre for European Policy Studies.
- De Grauwe, P., & Ji, Y. (2013). Panic-driven austerity and its implication for the Eurozone. *VoxEU*.
- De Grauwe, P., & Ji, Y. (2014). Disappearing government bond spreads in the eurozone—Back to normal? *CEPS Working Document*, No. 396(396), 1-14.
- De Grauwe, P., & Moesen, W. (2009). Gains for all: a proposal for a common euro bond. *Intereconomics*, 44(3), 132-135.
- De Grauwe, P., & Skudelny, F. (2002). Chapter 4: Inflation and productivity differentials in EMU. *Market Imperfections and Macroeconomic Dynamics*. Springer.
- De Haan, J. (2010). Inflation differentials in the euro area: a survey. In *The European Central Bank at Ten* (pp. 11-32). Springer Berlin Heidelberg.
- De Jonquieres, G. (1990). Counting the costs of dual pricing in the run-up to 1992. *Financial Times*.
- De la Torre, A., Yeyati, E. L., Schmukler, S. L., Ades, A., & Kaminsky, G. (2003). Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board [with Comments]. *Economia*, 3(2), 43-107.
- De Santis, R. A. (2012). The Euro area sovereign debt crisis: safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal. *ECB Working Paper No. 1419*.

- Devarajan, S., & Rodrik, D. (1991). Do the benefits of fixed exchange rates outweigh their costs? The Franc zone in Africa. *(NBER) National bureau of economic research, Working Paper No. 7338*, 1-34.
- Dornbusch, R. (1988). Notes on credibility and stabilization. *NBER(National Bureau of Economic Research Cambridge) Working Paper No. 2790*.
- Dötz, N., & Fischer, C. (2010). What can EMU countries' sovereign bond spreads tell us about market perceptions of default probabilities during the recent financial crisis? *Discussion Paper Series 1: Economic Studies, No. 11/201*. Deutsche Bundesbank.
- Ederer, S. (2015). Macroeconomic imbalances and institutional reforms in the EMU. *Welfare Wealth Work for Europe, Working Paper No. 87*, 1-17.
- Edwards, S. (1993). Exchange rates as nominal anchors. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 129(1), 1-32.
- Edwards, S. (2000). *Exchange rate regimes, Capital flows and crisis prevention*. Paper presented at the NBER Conference on "Economic and Financial Crisis in Emerging Market Economies." Woodstock, USA.
- Edwards, S., & Yeyati, E. L. (2005). Flexible exchange rates as shock absorbers. *European Economic Review*, 49(8), 2079-2105.
- Eichengreen, B. (1990). One money for Europe? Lessons from the US currency union. *Economic Policy*, 5(10), 117-187.
- Eichengreen, B. (1992). *Should the Maastricht Treaty be saved?* (Vol. Princeton Studies in International Finance No. 74): Department of Economics, Princeton University Princeton.
- Eichengreen, B. (1999). Kicking the habit: moving from pegged rates to greater exchange rate flexibility. *The Economic Journal*, 109(454), 1-14.
- Eichengreen, B. (2000). The EMS crisis in retrospect. *(NBER) National Bureau of Economic Research, Working Paper No 8035*, 1-63.

- Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility. *(NBER) National bureau of economic research, Working Paper No. 7418*, 1-54.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2005). Chapter 1: The Pain of Original Sin. *Other people's money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies*; (pp. 13-47).
- Eichengreen, B., & Wyplosz, C. (1998). The Stability Pact: more than a minor nuisance? *Economic Policy*, 13(26), 66-113.
- Engel, C., & Rogers, J. H. (2004). European product market integration after the euro. *Economic Policy*, 19(39), 348-384.
- Englander, A. S., & Egebo, T. (1992). Adjustment under fixed exchange rates: applications to the European Monetary Union. *Département des affaires économiques de l'OCDE, Document de travail*(11), 7.
- Eser, F., & Schwaab, B. (2013). Assessing asset purchases within the ECB's securities markets programme. *BCE Working Paper series No. 158*.
- Fahr, S., & Smets, F. (2010). Downward Wage Rigidities and Optimal Monetary Policy in a Monetary Union. *The Scandinavian Journal of Economics*, 112(4), 812-840.
- Fanelli, J. M. (2002). Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina. *CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe)*, 77, 25-45.
- Fawley, B. W., & Neely, C. J. (2013). Four stories of quantitative easing. *Economic Research, Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95(1), 51-88.
- Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 337-357.
- Fischer, S. (1974). Stability and exchange rate systems in a monetarist model of the balance of payments. *MIT Dept. of Economics Working Papers No. 138*.

- Fischer, S. (2001). Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of economic perspectives*, 15(2):, 3-24.
- Fitoussi, J.-P., & Saraceno, F. (2009). How deep is a crisis? Policy responses and structural factors behind diverging performances. *Document de Travail de l'OFCE*, 31, 1-16.
- Fleming, J. M. (1971). On exchange rate unification. *The Economic Journal*, 81(323), 467-488.
- Florio, M. (2011). The Real Roots of the Great Recession: Unsustainable Income Distribution. *International Journal of Political Economy, Working Paper No 2012-01*, 40(4), 5-30.
- Frankel, J. A. (2010). Chapter 5: The Estimated Trade Effects of the Euro: Why Are They Below Those from Historical Monetary Unions among Smaller Countries? *Europe and the Euro* (pp. 169-212): University of Chicago Press.
- Frankel, J. A. (1999). No single currency regime is right for all countries or at all times. (NBER) *National bureau of economic research, Working Paper No. 7338*, 1-41.
- Frankel, J. A. (2003). Experience of and lessons from exchange rate regime in emerging economies. (NBER) *National Bureau of Economic Research; Working Paper No. 10032*.
- Frankel, J. A., & Rose, A. K. (1998). The endogeneity of the optimum currency area criteria. *The Economic Journal*, 108(449), 1009-1025.
- Frenkel, J. A., & Aizenman, J. (1982). Aspects of the optimal management of exchange rates. *Journal of International Economics*, 13(3), 231-256.
- Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. *Essays in Positive Economics*, 157-203.
- Frömmel, M., & Kruse, R. (2009). Interest rate convergence in the EMS prior to European Monetary Union. *CREATES Research Paper*, 23.

- Gächter, M., & Riedl, A. (2014). One money, one cycle? The EMU experience. *Journal of Macroeconomics*, 42, 141-155.
- Garber, P. M. (1993). Chapter 9: The collapse of the Bretton Woods fixed exchange rate system *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform* (pp. 461-494): University of Chicago Press.
- García, C. (2003). Regímenes cambiarios en economías emergentes: algunas ventajas y desventajas. *Boletín Económico de ICE*, Nº 2761(2761), 3-16.
- García, C., & Tello, P. (2011). La evolución de la cuota de exportación de los productos españoles en la última década: el papel de la especialización comercial y de la competitividad. *Boletín Económico. Banco de España*(5), 49-60.
- Gavin, M., & Hausmann, R. (1996). The roots of banking crises: the macroeconomic context. *(IDB) Inter-American Development Bank; Working Paper No. 262*, 1-20.
- Giavazzi, F., & Pagano, M. (1988). The advantage of tying one's hands: EMS discipline and central bank credibility. *European Economic Review*, 32(5), 1055-1075.
- H. M. Treasury. (2003). EMU and the cost of capital. *HM Treasury Public Enquiry Unit, London*.
- Habib, M. M., & Stracca, L. (2011). Getting Beyond Carry Trade. What Makes a Safe Haven currency? *ECB Working Paper Series*, Nº 1288.
- Hale, G., & Obstfeld, M. (2014). The Euro and the geography of International Debt Flows. *(NBER) National Bureau of Economic Research; Working Paper No. 20033*.
- Hauner, D., Jonas, J., & Kumar, M. S. (2007). Policy Credibility and Sovereign Credit: The Case of New EU Member States. *(IMF) International Monetary Fund, Working Paper No. 07/1*.

- Hausmann, R., Panizza, U., & Stein, E. (2001). Original sin, passthrough, and fear of floating. *Inter-American Development Bank, mimeo*, 1-26.
- Hein, E. (2011). Distribution, 'financialisation' and the financial and economic crisis: Implications for post-crisis economic policies. *(IPE) Institute for International Political Economy Berlin; Working Paper No 09/2011*.
- Holden, S. (2009). The three outsiders and the Monetary Union *EMU at ten. Should Denmark, Sweden and the UK join*. SNS Economic Policy Group.
- Iara, A. (2015). Revenue for EMU: A contribution to the debate on Fiscal Union. *Taxation Papers; Working Paper No. 54-2015*, 1-27.
- IMF. (2013). Euro Area policies, 2013 article IV Consultation. *IMF Country Report, No. 13/232*.
- IMF. (2014). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions *Assessing macroprudential policies in a financial stability framework*.
- Ingram, J. C. (1973). The case for European monetary integration. *Essays in International Finance*, 98, 1-33.
- Ishiyama, Y. (1975). The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey. *Staff Papers; (IMF) International Monetary Fund*, 22(2), 344-383.
- Jappelli, T., & Pagano, M. (2008). Financial market integration under EMU. *CEPR Discussion Paper No. DP7091*, 45.
- Keys, B. J., Mukherjee, T. K., Seru, A., & Vig, V. (2008). Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans. *Evidence from Subprime Loans (December 25, 2008)*. EFA.
- Kenen, P. (1969). Chapter 1: The theory of optimum currency areas: an eclectic view *Exchange Rates and the Monetary System (1994)* (pp. 3-22): Economist of the Twentieth Century.
- Kopf, C. (2011). Restoring financial stability in the euro area. *CEPS Policy Brief; No. 237(237)*, 1-25.

- Krugman, P. (1993). Chapter 8: Lessons of Massachusetts for EMU. In C. U. Press (Ed.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union* (pp. 241-261).
- Krugman, P. (2012). Revenge of the optimum currency area. *NBER, The National Bureau of Economic Research, Macroeconomics Annual*, 27(1), 439-448.
- Krugman, P. R., Obstfeld, M., & Melitz, M. J. (2006). *Economía internacional: Teoría y política*: Pearson.
- Lapavitsas, C. (2011). Crisis económica en la zona euro perspectiva de un impago en la periferia y la salida de la moneda común. *Revista de economía crítica*(11), 131-171.
- Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., Lambrinidis, G., Lindo, D., Meadway, J., Michell, J., Stenfors, A. (2010). The Eurozone between austerity and default. (*RMF*) *Research of Money and Finance, Discussion Report*, 1-68.
- Laraine, F., & Velasco, A. (2001). Exchange rate policy in emerging markets: the case for floating. *Essays in International Economics*, No. 224.
- Levy-Yeyati, E. (2001). 10 años de convertibilidad: La experiencia argentina. *Revista de Análisis Económico*, 16(2), 3-42.
- Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2003). To float or to fix: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. *American Economic Review*, 93(4), 1173-1193.
- Luengo, F., & Vicent, L. (2014). ¿La Unión Monetaria explica la crisis? *Revista de economía crítica*(17), 156-161.
- Manganelli, S., & Wolswijk, G. (2007). Market Discipline, Financial Integration, and Fiscal Rules: What Drives Spreads in the Euro Area Government Bond Market? (*ECB*); *European Central Bank; Working Paper No. 75*, 4-37.
- Martín-Oliver, A. (2012). Financial Integration and Structural Changes in Spanish Banks during the Pre-crisis Period. *Estabilidad Financiera*, 27.

- Martín, M. R. (2012). La titulización en España: pasado, presente y ¿futuro? *Cuadernos de Información económica*(231), 101-106.
- Maudos, J. (2009). La banca española ante la crisis financiera. *Revista Económica de Castilla la Mancha*(14), 31-54.
- McKinnon, R. (2002). Optimum currency areas and the European experience. *Economics of Transition*, 10(2), 343-364.
- McKinnon, R. I. (1963). Optimum currency areas. *The American Economic Review*, 53(4), 717-725.
- McRae, H. (1998, 17 March). Some parts of Europe will be stuck with the wrong interest rates. *The Independent*.
- Meade, J. E. (1957). The balance of payments problems of a European free trade area. *The Economic Journal*, 67(267), 379-396.
- Mian, A., & Sufi, A. (2008). The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the 2007 mortgage default crisis. (NBER), *National Bureau of Economic Research; Working Paper No. 13936*.
- Micco, A., Stein, E., & Ordoñez, G. (2002). The currency union effect on trade: early evidence from the European Union. *Inter-American Development Bank*, 1-15.
- Mishkin, F. (2001). Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries. (NBER), *The National Bureau of Economic Research; Working Paper No. 80/87*.
- Mongelli, F. P. (1997). Effects of the European Economic and Monetary Union (EMU) on taxation and interest spending of national governments. (IMF) *International Monetary Fund; Working Paper No. 97/93*.
- Mourlon-Druol, E. (2011). The Euro crisis: a historical perspective. (LSE Ideas) *The London School of Economics and Political Science*, 1-12.
- Mundell, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657-665.

- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(04), 475-485.
- Mundell, R. A. (1969). A plan for a European currency. *The economics of common currencies*, 1-25.
- Mundell, R. A. (2012). Making Europe work. *New Perspectives Quarterly*, 29(3), 29-41.
- Obstfeld, M. (1996). Models of currency crises with self-fulfilling features. *European Economic Review*, 40(3), 1037-1047.
- Ortega, E., & Peñalosa, J. (2012). Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM. *Documentos Ocasionales*(nº 1201).
- Ouchen, M. (2013). Optimal choice of an exchange rate regime: a critical literature review. (MPRA) *Munich Personal RePEc Archive*, Paper No. 43907.
- Oyarzun, J. (2015). La Crisis del Euro. Una reflexión sobre las políticas de austeridad y el diseño institucional de la Unión económica y Monetaria. *Papeles de Europa. Pendiente de publicación*.
- Pagano, M. (1993). Financial markets and growth: An overview. *European Economic Review*, 37(2-3), 613-622. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921\(93\)90051-B](http://dx.doi.org/10.1016/0014-2921(93)90051-B)
- Panico, C., & Purificato, F. (2013). The debt crisis and the European Central Bank's role of lender of last resort. (PERI) *Political economy research institute, Working Paper No 306*, 1-12.
- Papaioannou, E., & Portes, R. (2008). Costs and benefits of running an international currency. *Economics Papers (Economic and Financial Affairs)*, 348, 1-93.
- Pels, B. (2008). European financial integration and international asset holdings. *Trinity College Dublin & Institute of International Integration Studies*, 1-4.

- Persson, T. (1987). Credibility of Macroeconomic Policy: An Introduction and a Broad Survey. *University of Rochester Working Paper*, 107.
- Poirson, H. (2001). How do countries choose their exchange rate regime? *IMF Working Paper*, No. 01/46, 1-34.
- Porca, S., & Stiebinger, J. P. (2014). Analysis of the European Financial Crisis. *Journal of Business and Economics*, 5, 597-606.
- Portes, R., & Rey, H. (1998). The emergence of the euro as an international currency. *Economic Policy*, 13(26), 306-343.
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2013). Financial and sovereign debt crises: some lessons learned and those forgotten. *IMF Working Paper*, No. 13/266, 1-18.
- Rogoff, K., Husain, A., Mody, A., Brooks, R., & Oomes, N. (2003). Evolution and performance of exchange rate regimes. *(IMF) International Monetary Fund; Working Paper No. 03/243*, 1-84.
- Rose, A. K. (2000). One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *The TimeMSeries Evidence*, 1.
- Saltoglu, B., & Yilmaz, D. (2013). Why is it so Difficult and Complex to Solve the Euro Problem? *Centre for Growth and Business Cycle Research, Economic Studies, University of Manchester*, 180.
- Sanchis di Marco, M. (2006). De las monedas nacionales al Sistema Monetario Europeo: la aportación de los servicios de la Comisión. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*(831), 251-268.
- Scitovsky, T. (1958). *Economic Theory and Western European Intergration*: Routledge.
- Scitovsky, T. (1967). The theory of balance of payments adjustment. *The Journal of Political Economy*, 75(4), 523-531.
- Schwarcz, S. L. (2002). The universal language of international securitization. *Duke Journal of Comparative & International Law*, 12, 285-308.

- Spiegel, M. M. (2009). Monetary and financial integration in the EMU: push or pull? *Review of International Economics*, 17(4), 751-776.
- Sturzenegger, F. (2003). ¿Por Qué Crecen Menos los Regímenes de Tipo de Cambio Fijo?: El Efecto de los Sudden Stops. *Cuadernos de economía*, 40(121), 646-655.
- Summers, L. H. (2000). International financial crises: causes, prevention, and cures. *American Economic Review*, 90(2), 1-16.
- Tratado de la Unión Europea (1992).
- Vale, H. (2008). *EMU's Impact on the European Productive Structure, Increased Divergence? Empirical Data on Finland, France, Ireland, and Portugal*. Paper presented at the International Trade and Finance Association Conference Papers.
- Van Rompuy, H. (2012). Hacia una auténtica Unión Económica y Monetaria (UEM). *Consejo Europeo*.
- Vázquez, G. (2007). La crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-1993):¿ crisis financiera o crisis de políticas de cooperación monetaria?. *RUE: Revista universitaria europea*, (6), 33-82.
- Vúletin, G. J. (2002). *Regímenes Cambiarios y Performance Fiscal ¿Generan los Regímenes Fijos Mayor Disciplina que los Flexibles?* , Facultad de Ciencias Económicas,Universidad Nacional de La Plata. (42)
- Wagner, M. (2005). The Balassa-Samuelson Effect in 'East & West': Differences and Similarities. *Review of Economics*, 56(3), 230-248.
- Wilse-Samson, L. (2010). The subprime mortgage crisis: Underwriting standards, loan modifications and securitization. *Universidad de Columbia Working paper*, 1-54.
- Wyplosz, C. (2010). *Ten years of EMU: successes and puzzles*. Paper presented at the Spain and the euro the first ten years, Madrid, España.

- Wyplosz, C. (2013). The Eurozone Crisis and the Competitiveness Legend. *Asian Economic Papers*, 12(3), 63-81.
- Zabalza, A. (1994). *El camino hacia la Unión Económica y Monetaria: una perspectiva española*: Ministerio de Economía y Hacienda, Secretaría de Estado de Hacienda, Dirección General de Planificación.
- Zeza, G. (2012). The impact of fiscal austerity in the Eurozone. *Review of Keynesian Economics*(1), 37-54.